

НОВ ПРОЧИТ НА ФИНАНСОВИЯ АНАЛИЗ ОТ ПОЗИЦИТЕ НА СТОЙНОСТТА

доц.д-р Виолета Касърва

(научен ръкопис депозиран в ЦНТБ № 169/2008 г.)

В съвременните условия в аналитичния блок на корпоративния финансов мениджмънт се формира нова концепция за финансовия анализ като значима управленска функция. Настоящата студия представя едно нетрадиционно изследване на тази функция от позициите на стойността като обобщаващ критерий за стопанската ефективност.

Keywords: financial statement analysis, valuation, fundamental value, economic profit

JEL: G31, G32

ВЪВЕДЕНИЕ

Да се пише за финансовия анализ, когато специализираната литература е преситена от подобни заглавия, е оправдано, само ако се предложи един нов прочит на известните подходи и методи в това значимо направление на финансовия мениджмънт. Този прочит по възможно най-достъпен начин трябва да отговори на изискванията за промяна във взаимодействието между пазара и реалния бизнес и да даде шанс на компаниите, които се адаптират бързо към динамиката на пазарната среда, в която функционират.

Промените в съвременната бизнес среда внасят съществени корекции в корпоративното управление и особено в сферата на финансовите решения. Една от тях е промяна в изразните средства, с които се води диалога между реалния бизнес и капиталовия пазар. Доскоро в този диалог компаниите използваша само коефициенти и показатели, изчислени на основата на счетоводния отчет и печалбата, поради което оставаха неразбрани, а инвеститорите – недостатъчно информирани. Причината е, че счетоводната информация не съдържа данни за равнището на риска, инвестиционните качества на парите, бъдещите парични потоци, от които се интересуват инвеститорите. Решаването на проблема стана възможно чрез реализиране на управленска концепция, известна в англоезичната литература под наименованието *Value Based Management (VBM)* – Управление, основано на стойността¹. Тя разглежда стойността на компанията като обобщаващ показател, в който се концентрират интересите на всички заинтересовани от развитието ѝ лица. Чрез стойността инвеститорите могат да

¹ По-подробно вж. Касърва, В., Управление на стойността - нова управленска концепция, Сб. Финансови иновации, Нов български университет, 2008, с.29-31

определят цената на кои акции е завишена или занижена, кредиторите – да оценят обезпеченията по кредитите, които са отпуснали, а мениджърите – рентабилността на своите компании и корпоративни стратегии. Стойността се използва и при договаряне на схеми за възнаграждение на мениджъри и служители, при реализиране на бизнес комбинации и т.н.

Целта на настоящото изследване е да представи един нов поглед върху финансовия анализ от позициите на стойността като обобщаващ критерий за стопанска ефективност. При това ще бъде проверена следната *хипотеза*:

В съвременните условия финансовият анализ на компанията трябва да очертае профила не само на нейната настояща, но и бъдеща ефективност, при това постигната в условията на многовариантност на избора на инвеститора и активната позиция на мениджъра.

В случай, че тази хипотеза се докаже, може да се твърди, че в аналитичния блок на корпоративния финансов мениджмънт се формира нова концепция за финансовия анализ, която в българската стопанска практиката не е достатъчно позната. Съвременната управленската практика у нас е основана на класическата теория на финансовия мениджмънт, която не е отишла по-далеч от единичните финансови съотношения и абсолютните показатели за печалба и загуба. И причините за това е, че много съвременни мениджъри недостатъчно добре разбират какво представлява стойността на компанията и кои са определящите ѝ фактори. Тази констатация важи и за редица инвеститори.

СТОЙНОСТТА В ЕВОЛЮЦИЯТА НА КРИТЕРИИТЕ ЗА ЕФЕКТИВНОСТ

Основната задача на икономическата наука е свързана с търсенето на механизъм за разпределение на ограничените ресурси и във връзка с това - на критерий за оценка на ефективността от стопанската дейността. Редица изследователи обясняват еволюцията на корпоративното управление с разработването и практическото приложение на различни показатели за ефективност.

През 20-те години на миналия век като ключов комплексен показател за ефективност се използва показателя *рентабилност на собствения капитал по модела ДюПонт (ROE)*, изчисляван като произведение от рентабилността на продажбите, обръщаемостта на активите и финансовия лост. Моделът търпи развитие и усъвършенстване чрез допълване с нови фактори (данъчна ставка, лихви по кредити и

др), с цел повишаване на точността и коректността му. Използването на информация само и единствено от финансовите отчети на компаниите за изчисляване на показателя е било напълно достатъчно за този етап. Финансовият отчет е информационна основа и за изчисляването на десетки единични финансовите съотношения, както и на абсолютни показатели за печалба и загуба, с които се характеризира финансовото състояние на компаниите.

Активното развитие на капиталовия пазар през 70-те години, появата на значителен брой публични компании и на институционални портфейлни инвеститори, поражда необходимост от показатели, които характеризират инвестиционната привлекателност на компаниите. Особена популярност в този период придобиват показателите *чиста печалба на една акция (EPS)* и пазарният множител *цена/печалба на една акция (P/E ratio)*, чието предимство е в отчитане „мнението” на капиталовия пазар при изчисляването им. При избора на тези показатели в качеството на критерии за ефективност на стопанската дейност, икономистите изхождат от предположението за еднакъв достъп на всички инвеститори до пълния обем информация за дейността на компанията, както и за отчитане в цената на финансовите инструменти на съществуващата информация за резултатите и перспективите в дейността на емитента.

Основната критика към показателите *EPS* и *P/E* е свързана с участието на печалбата в изчисляването им, тъй като тя характеризира краткосрочната перспектива. Освен това, редица статистически изследвания показват, че отсъства устойчива корелация между показателя *P/E* и реалната доходност на акционерите в публичните компании. Към недостатъците се прибавя и фактът, че мнението на капиталовия пазар, като независим арбитър, е достъпно само за публичните компании, което несъмнено поставя непубличните компании в неравностойно положение спрямо инвестиционната общност.

През 80-те години се увеличава броят и активността на транснационалните компании, появяват се нови финансови инструменти, концепцията за социалната отговорност на бизнеса за развитието и благополучието на обществото трайно се настанява в корпоративното управление. Всичко това усложнява счетоводната отчетност и данъчните системи, разнообразява методите за отчитане на разходите, поражда възможности за субективно отразяване на стопански операции и факти и дори за фалшифициране на финансовите отчети, което според С.Джаксън, достигат мащаб

на пандемия през новото хилядолетие.² Примерите в това отношение се много. Началото се поставя с краха на американските компании Enron, WorldCom Inc., GlobalCrossing, следва прекратяване дейността на един от гигантите на световното счетоводно и одит общество – Arthur Andersen; рекордна серия от корпоративни банкрути в Германия; криза в крупни японски и немски банки; гръмки корпоративни скандали, свързани с френските Vivendi и France Telecom, колапс на италианския гигант Parmalat.

Цената, която инвеститорите плащат за корпоративните скандали, под формата на намаляване на стойността на вложенията им, се оценява към 2002 г. на 100 млрд. щат. дол. По оценка на Willkie Farr & Gallagher, през 1997 г. броят на американските компании, които се налага да коригират своите финансови отчети е 116, в 2000 г. – 233, като броят им в следващите години ускорено расте³. Тази ситуация става причина за възникване на ново направление във финансовия анализ, посветен на разпознаване на тревожните сигнали, които често се крият във финансовите отчети. Улавянето им дава възможност на инвеститорите да преценят дали финансовите отчети, които разглеждат, са действителни или са приказна измислица⁴.

Хвърлената сянка върху достоверността на счетоводните показатели рязко намалява доверието към печалбата като водещ показател за оценка на ефективността от стопанската дейност и предизвиква съмнение в полезността на счетоводния аналитичен модел. Поради това на преден план излиза *паричният поток (Cash Flow - CF)*, генериран от компаниите. Този преход се маркира от консултантите на McKinsey Т.Коплан, Т.Колер и Дж.Мурин в 1990 г. с девиза „Паричният поток е факт, а печалбата – мнение”⁵. Идеята се споделя от редица представители на академичната общност и управленското консултиране - А.Рапапорт, А.Блек, Ф.Райт, Д.Бекъм, Д.Девис, А.Дамодаран, П.Фернандес⁶ и поставя началото на практическата реализация на нов подход за анализ на финансовите резултати и оценката на ефективността от

² Джаксън С.У. Финансовите измами на големия бизнес. С., ИнфоДАР, 2007, стр.8

³ Антонец О. Скандал в корпоративном семействе. Сп. Директор-Инфо, №28-29, 2002.
<http://www.director-info.ru/article.aspx?id=13145&iid=522>

⁴ Джаксън С.У. Цит.съч. стр.15; Брюханов М. Манипулирование мнением инвестора посредством финансовой отчетности. Сп. Рынок ценных бумаг, № 22, 2004, с.26-27;
<http://www.rcb.ru/archive/pdf/2004/22/bru.pdf>

⁵ Copeland T., T.Koller, J.Murrin. Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, 1st edition. John Wiley & Sons, Inc., New York; Fernandes P. Cash Flow is a Fact. Net Income is Just an Opinion.

⁶ Rappaport A. Creating Shareholder Value. Free Press: N.Y., 1986; Black A., Wright P., Bachman J., Davis J.8. In Search of Shareholder Value: Managing the Drivers of Performance. Financial Times: London, 1998; Damodaran A. Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance. N.Y.: John Wiley & Sons, Inc., 1994; Damodaran A. Investment Valuation. N.Y.: John Wiley & Sons, Inc., 2002; Fernandez P.

стопанската дейност – стойностния (финансовия) подход. Той използва специфични термини и измерители от арсенала на стойността, която като интегрален ключов показател е най-разбираем и нагледен за инвеститорите. За прилагането му, освен информация от финансовия отчет и капиталовия пазар, се използват и прогнозни данни за бъдещото поведение на компанията.

Стойността на компанията (**V**) е функция от бъдещия паричен поток (**CF**), който ще генерира активите и нормата на дисконтиране (**d**) - **Value = f (CF, d)**. Тя обвързва, чрез техниката на дисконтиране, разновременни парични потоци, които привежда към един настоящия момен чрез процент, отразяващ риска на инвестицията. По този начин паричният поток отчита фактори, които инвеститорите много ценят - изменението на парите във времето и многообразието на риска, а стойността се явява олицетворение на ръста на капитали в резултат от вземане на едно или друго стратегическо решение.

През 90-те години на XX век, приложението на стойността като критерий за ефективност получава по-нататъшно развитие чрез показателите за остатъчен доход, които определят изменението (приръст или намаление) на стойността в определен период от време. Ефективността на решенията вече се измерва с факта на добавяне или намаляване на стойността на компанията. В този период се води своеобразна конкуренция между водещи консултантски фирми за разработване на различни измерители на резултатите от стопанската дейност, което Р. Майерс удачно определя като „война на метриците“⁷. Нещо повече, започва и остро противопоставяне между поддръжниците на паричния поток и на остатъчния доход в изграждането на показателите за ефективност на основата на стойността. Емоционален израз на тази конфронтация е заглавието „Долу паричните потоци“ (“Abandon Cash Flow”), което през 1999 г. Б.Стюърт дава на един от параграфите в увода на своята класическа работа⁸.

Стойностните показатели, които възникват на този етап и оформят групата на иновационната метрика на ефективността, са икономическа добавена стойност (**EVA - Economic Value Added**), пазарна добавена стойност (**MVA - Market Value Added**), акционерна добавена стойност (**SVA - Shareholder Value Added**), парична добавена стойност (**CVA - Cash Value Added**), парична възвращаемост на инвестициите (**CFROI – Cash Flow Return on Investment**) и др. Те допълват традиционно използваните до тогава

⁷ Myers R. Metric wars. CFO Magazin, October 1996,
<http://www.merage.uci.edu/~jwallace/METRIC%20WARS.doc>

⁸ Stewart B. The Quest for Value: A Guide for Senior Managers. Harper Business: N.Y., 1999

финансови показатели и коефициенти, разширявайки инструментариума за вземане на управленски решения.

Съжителството между двете групи показатели – счетоводни и финансови (стойностни), не е безпроблемно. То се основава на борба за надмощие. Известни списания като Journal of Accounting and Economics, Europe Management Journal, Financial Analysts Journal през последните десетина години публикуват редица изследвания, съпоставящи двете групи измерители, както и емпирични тестове за приложимостта и полезността им. Тези изследвания се отнасят само за развитите пазари, но не и за формиращите се пазари, към които принадлежи и българската икономика.⁹

В таблица 1 е представена еволюцията на измерителите на ефективността от стопанската дейност на компаниите, извела през XX век на преден план стойността и породила нови аналитични модели и техники.

Таблица 1. Еволюция на показателите за ефективност през XX век

Етапи в еволюцията	Показатели за ефективност от дейността	Информационен източник
20-те години	Рентабилност на собствения капитал (ROE по модела ДюПонт); Единични финансови коефициенти	Счетоводен отчет
70-те години	Чиста печалба на една акция (EPS), Пазарен множител цена/печалба на една акция (P/E ratio)	Счетоводен отчет, информация от капиталовия пазар
80-те години	Паричен поток (CF), Стойност на компанията (V), Пазарна към балансова стойност на компанията (M/B)	Счетоводен отчет, информация от капиталовия пазар, прогнози, планове, сценарии
90-те години	Показатели за остатъчен доход - EVA, MVA, CVA, SVA. Парична възвращаемост на инвестициите (CFROI)	Счетоводен отчет, информация от капиталовия пазар, прогнози, планове, сценарии

В резултат на посоченото развитие практиката днес разполага със значителен арсенал от показатели за анализ и оценка на ефективността, чието умело използване подпомага процеса на вземане на качествени оперативни и стратегически решения. Значителният им брой и способността на човек да задържи в съзнанието си не повече

⁹ За формиращите се пазари вж. по-подробно – Цончев Р., Р.Димитрова. Формиращите се пазари: особености на определяне цената на собствения капитал. Сб. Финансови иновации, Нов български университет, 2008, с. 63-88

от 5-7 показателя, без да загуби цялостна представа за наблюдавания процес, обаче, превръщат избора на аналитични показатели, обслужващи процеса на вземане на решения, в труден казус. Неправилното му решаване може да породи сериозни проблеми в предприятието като ниска платежоспособност, дефицит на парични потоци, намаляване/разрушаване на стойността и др.п. Поради това в следващото изложение ще направим опит да идентифицираме система с ограничен брой ключови показатели за финансов анализ, която да:

- улесни висшия мениджмънт при реализиране на стратегическите му намерения в агресивната пазарна среда,
- намали неопределеността на бъдещето;
- обвърже целите с оперативните действия в компанията.

МНОГОМЕРНОСТ НА СТОЙНОСТТА КАТО КРИТЕРИЙ ЗА ЕФЕКТИВНОСТ

За същността на стойността в пазарната икономика десетилетия вече се водят нестихващи дискусии, но единно мнение няма. Стойността е общоикономическо базово понятие без общоприето определение. Тя е виждане (икономическа концепция) на пазара за изгодата, получавана от собственика на един или друг актив, което се формира на основата на достъпна информация и служи за вземане на решение по конкретен управленски проблем. И тъй като проблемите са различни, различни са и решенията и следователно - съществуват различни видове стойност. По този повод Шенон Прат (Shannon P. Pratt) отбелязва: „стойността нищо не означава, докато не ѝ бъде дадено определение. Единна стойност не съществува – един обект на имуществото може да има различна стойност при различни обстоятелства”¹⁰. Това е причината, поради която терминът “стойност” винаги се използва в съчетание с конкретно определение, което я специфицира¹¹. В общоикономическата теория и практика са известни разновидности на стойността като балансова стойност (book value); вътрешна или фундаментална стойност (intrinsic, fundamental value); справедлива пазарна стойност (fair market value); пазарна стойност (market value); пазарна капитализация (market capitalization of equity); инвестиционна стойност (investment value); ликвидационна стойност (liquidation value). Посоченото

¹⁰ Майсторски клас на Шенон Прат

- <http://subscribe.ru/archive/economics.school.appraisers/200610/30222114.html>

¹¹ Business Valuation Standards // American Society of Appraisers. — November 2005.
<http://www.bvappraisers.org/glossary/>

многообразие е нормативно регламентирано в различни международни и национални стандарти и правни документи.

Съвременното разбиране за ефективност на стопанската дейност е тясно свързано със създаването и увеличаването на стойността, и като цяло - на полезността на компанията за всички заинтересовани от развитието ѝ лица. При посоченото разнообразие логичен е въпросът, коя стойност (или стойности) се взема предвид в случая. В търсенето на отговор ще използваме двете направления, по които компанията присъства на пазара. Първото е свързано с действията на компанията на пазар, на който осъществява производствената си дейност и се образуват парични ѝ потоци, намиращи отражение в агрегираните показатели на счетоводния отчет за минал период. Второто направление е финансовият пазар, на който компанията е обект на покупко-продажба и се извършва преразпределение на правата на собственост и контрол. Първото направление насочва към видовете стойност, свързани основно с информацията от финансовия отчет, а второто – към стойностите, формиращи се главно чрез информацията от финансовите пазари. Нещо повече, поради различната информационна основа, всяко от посочените направления има свой модел за финансов анализ – респ. счетоводен и финансов. Всеки от тези аналитични модели се характеризира с определени принципи и показатели, чрез които се обяснява дейността на компанията, резултатите и конкурентоспособността ѝ.

В следващото изложение, през призмата на посочените два аналитични модела, които в последните години демонстрират тенденция на обединяване, ще анализираме видовете стойност в компанията.

Счетоводният аналитичен модел измерва ефективността на стопанската дейност чрез „финансовия резултат“, разглеждан като „последващ ефект“ от генериране на счетоводните данни. Той се изчислява в рамките на един отчетен период, чиято максимална продължителност е определена от Закона за счетоводството и е функция от цената и себестойността на продукцията. В качеството на финансов резултат в модела се използва най-често счетоводната печалба, като положителната ѝ стойност се гарантира само, ако доходите покриват фактическите разходи по осъществени операции. Счетоводната печалба, обаче, може да бъде различна в рамките на един период и на една компания. Тя е субективна цифра, зависима от избраните от мениджмънта методи за отразяване в счетоводните записи на приходите и разходите,

на едни или други операции. Много компании умеят да манипулират своята печалба и това е известен факт.

Моделът разглежда ръста на счетоводната печалба като главна цел на развитието на компанията, но тази печалба не отразява потребностите на предприятието от инвестиции, доколкото е свързана с реализирани, а не с очаквани събития. В този смисъл моделът е статичен, ретроспективен. Той не дава отговор и на въпроса дали фактическата печалба компенсира инвестиционния риск, тъй като последният няма място в счетоводния отчет. С други думи, поради своята ограничена концепция счетоводният аналитичен модел не анализира възможните алтернативни действия на мениджърите и игнорира по същество вариантите за развитие на компанията.

Принципът „фактически осъществени операции и фактически разходи” доминира при съставяне на финансовия отчет и в логиката на анализа му. Поради това, счетоводният модел се концентрира върху балансиране на паричните потоци и контрола върху текущите операции. Неговата представа за успешен резултат от функционирането на компанията е покриване на всички фактически разходи с получената печалба, т.е. номиналният резултат. В рамките на модела не може да се направи сравнение между счетоводната печалба на компанията и поетия инвестиционен риск, между реализираната печалба и очакванията на инвеститорите, а печалбата и паричните потоци, фактически и прогнозирани, се разглеждат без отчитане на ефекта на ценноста на парите във времето, защото¹² балансът като информационна основа на модела е финално изражение на счетоводния процес, който само документира работата на предприятието.

Ще отбележим още една особеност на счетоводния аналитичен модел – той отчита само това, което може количествено да се измери, т.е. материалните и осезаемите нематериални активи (търговски марки, патенти, франчайзنگови споразумения, програмни продукти), отразени в отчетността. Извън обсега му остават неосезаемите нематериални активи¹³, които нарастват количествено и качествено през последните години и карат все повече инвеститори да се съмняват в достоверността на

¹² Вос, Б. – Корпоративен Анализ – Пътеводител – ИК “Класика и Стил”, София, 2001 г. Стр.36

¹³ Към тази група принадлежат активи като ноу-хау, фактически отношения, добро търговско име, специални разрешения и други привилегии, гарантирани пазарни достъпи, изменения в конкурентната средна, преференциални договори и кредити, клиентски листи, компетентност на мениджърите, търговски тайни, ефективно и интензивно присъствие в уеб-пространството и други подобни активи.

финансовия отчет, а теоретици и практики¹⁴ - да апелират за революционното му преобразуване¹⁵.

Следователно, традиционните форми на финансова отчетност, формиращи информационната основа на счетоводния аналитичен модел, дори и да са съставени верно, фактически не отразяват реалното финансово състояние в компанията поради особености в концепцията на изграждането им. Корпоративната отчетност трябва да има друг фокус, други измерители на финансовото състояние, особено такива, които положително се оценяват от инвеститори и независими анализатори, за да се определи финансовата доходност на бизнеса и диалогът между бизнеса и капиталовия пазар да бъде ефективен.

Със счетоводния аналитичен модел са свързани два основни вида стойност - балансова и ликвидационна стойност. Те са продукт на остарялата счетоводна концепция, че един бизнес струва колкото неговите осезаеми активи – материални и нематериални.

Балансовата стойност представлява разликата между общата стойност на активите, намалена с амортизацията и общата сума на задълженията, в съответствие със счетоводните записвания. Ползваната при изчисляването ѝ информация я прави неприложима в обосновката на ключови решения с инвестиционен характер. Балансовата стойност има място в традиционния финансов анализ на публични и непублични компании, в резултат на което се диагностицира финансовото им здраве. *Ликвидационната стойност* е стойността, която се очаква да се получи от дълготрайните активи при изтичане на срока на амортизация и извеждането им от употреба. Този тип стойност в счетоводния модел се различава от ликвидационната стойност в бизнес оценяването¹⁶

¹⁴ Robert G. Eccles, Samuel A. DiPiazza Jr. The future of Corporate Reporting: Buiding public trust. John Wiley & Sons, 2002; Robert G. Eccles, Robert H. Herz, E. Mary Keegan, David M. H. Phillips. The ValueReportingTM Revolution: Moving Beyond the Earnings Game. John Wiley & Sons, 2001.

¹⁵ В отговор на тези апели PricewaterhouseCoopers разработи перспективен модел на финансова отчетност, известен под името Value Reporting Основният му принцип е, че освен финансовите показатели, отразяващи минали събития, отчетността трябва да съдържа и нефинансови показатели като корпоративни стратегии, качество на управлението, организация на бизнес процесите, интелектуален потенциал и др. Подобна отчетност позволява на инвеститорите да формират представа за перспективите на компанията и за факторите, които могат да повлияят върху развитието на бизнеса ѝ в бъдеще. Поради това, моделът Value Reporting включва раздели като конкурентна среда, конкуриращи фирми, виждане за пазарните тенденции, стратегия за създаване на стойност, управление на стойността, платформа на стойността.

¹⁶ В бизнес оценката ликвидационната стойност представлява парична сума, която реално може да бъде получена от продажбата на имущество в срок, недостатъчен за провеждане на адекватен маркетинг в съответствие с определението за пазарна стойност. (International Valuation Standards. 2005)

Финансовият аналитичен модел е другата алтернатива. Основните му характеристики са свързани с ориентиране на анализа към интересите на собствениците на капитал (финансови и нефинансови инвеститори), които като правило са дългосрочни, към инвестиционния риск и инвестиционните качества на парите, към дългосрочното и сценарийното развитие на компанията в перспектива. Моделът измерва резултатата от функционирането на компанията чрез икономическата (остатъчната) печалба (Economic Profit – EP или Residual income - RI)¹⁷. Появата на този показател се свързва с икономическите изследвания на А.Маршал, предложил да се разделят разходите на счетоводни и икономически. Към счетоводните разходи той отнася традиционните разходи, фиксирани в счетоводния отчет на компанията, а към икономическите – тези за капитал. През 1890 г. Маршал дефинира оставащата за собственика или мениджъра печалба като разлика между нетната печалба и разходите за лихви по инвестирания капитал с определена цена¹⁸. Уточнение в дефиницията на икономическата печалба внася през 1968 г. Д.Соломонс¹⁹, определяйки я като „разликата между две величини – нетната печалба и капиталовите разходи”. На рис.1 схематично са представени счетоводната и икономическата печалба.

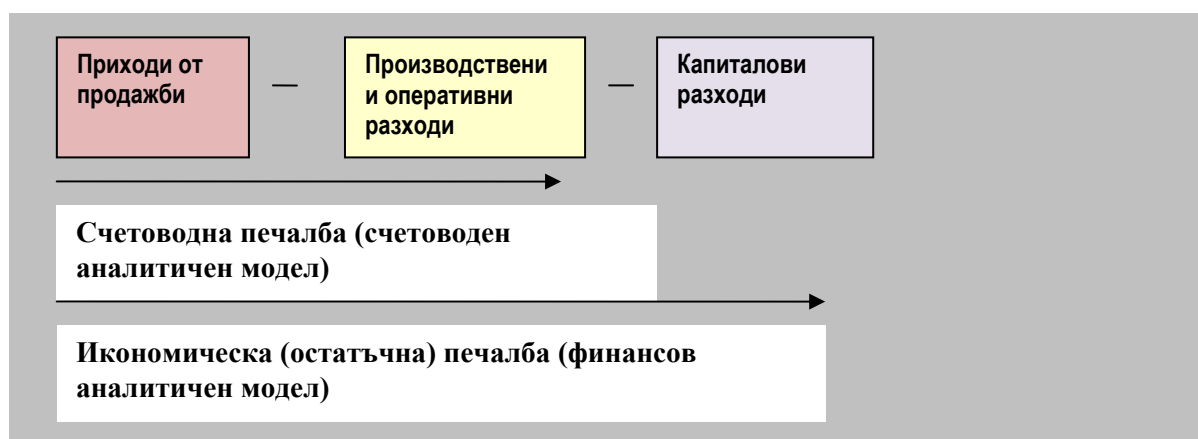


Рис. 1. Печалбата в двата модела за финансов анализ

Икономическата печалба по същество представлява разликата между фактическите приходи от продажба на стоки и услуги и сумата от фактическите и капиталови разходи за тяхното производство.

¹⁷ В следващото изложение ще използваме абривиатурата RI, за да акцентираме върху остатъчния характер на печалбата във финансовия модел.

¹⁸ Marshall D. Principles of Economics. Vol. I. NY.: MacMillan & Co, 1890. P.142.

¹⁹ Solomons, D. 1968. Divisional Performance: Measurement and Control. Homewood, IL.: Richard D. Irwin Inc., p.63

Капиталовите разходи са компонентът, по който икономическата се различава от счетоводната печалба (рис.1). Появата им във финансовия модел е свързана с факта, че тук собственият капитал не се третира като безплатен ресурс. Капиталовите разходи са функция от размера на капитала и цената му, изчислявана най-често по модела CAPM – за собствения капитал и по модела WACC – за инвестирания капитал. С приспадането им се търси отговор на въпроса дали паричните потоци са достатъчни, за да осигурят необходимия на инвеститорите доход при различни варианти на инвестиции, всеки от които е със своя цена, риск, икономически ефект или потенциални загуби от пропуснати инвестиционни възможности.

Във финансовия аналитичен модел равнището на доходност на капитала е стратегически показател. За инвеститорите това е доходност, специфична за съответния отрасъл и регион, която ги стимулира да инвестират; за мениджърите - това са минималните разходи за привличане на капитал, които се покриват от създаваните в компанията парични потоци. На тази основа доходността в модела се проявява като *изискуема (очаквана)* - доходност, желана за постигане от инвеститорите, и *фактическа* - доходност постигната от мениджърите. Тук обаче, възниква необходимост от определяне и на бариерното (критично, пределно допустимо) значение на доходността, което ако бъде достигнато и надминато ще се реализират положителни крайни икономически резултати в производствената система.

Бариерната доходност на инвестициите представлява минималната граница на доходността им, която трябва да се осигурява от мениджмънта ежегодно и е обект на планиране и прогнозиране. За представянето ѝ се използват показатели като ROE, ROIC, CFROI²⁰. Това са метриците и на фактическата доходност. И в двата случая се анализира разликата между доходността (бариерна или фактическа) и цената на капитала, който я генерира. Тази разлика е известна под наименоването спред – нетрадиционен показател във финансовия аналитичен модел. При положителен спред ($ROIC > WACC$; $ROE > CAPM$; $CFROI > WACC$) в компанията се създава икономическа печалба и се увеличава капитала; при отрицателен спред ($ROIC < WACC$; $ROE < CAPM$;

²⁰ В химико-фармацевтичната компания Bayer бариерната доходност се представя чрез показателя CFROI (cash flow return on investment). Значението на този индикатор се публикува в годишните отчети на фирмата, наред с традиционните финансови коефициенти. В 2000 г. значението на CFROI за компанията е 11,5% (в 1999 г. — 9,8%). В отделни сегменти на бизнеса на компанията значението на показателя за същата година възлиза на: 15,4% - за фармацията; 13,9% - за производството на селскостопанска продукция; 11,2% - за полимерите. По региони значението на CFROI в 2000 г. е: Европа — 13,4%, Северна Америка — 11,3%, Азиатско-Тихоокеански район — 13,7%, Латинска Америка, Африка и Близък Изток — 15,4%. - <http://www.annualreport2000.bayer.com/en/homepage.aspx>

CFROI<WACC) - инвестициите са нецелесъобразни, тъй като не създават икономическа печалба.

Следователно, за този аналитичен модел не е достатъчен фактът на получаване на печалба от оперативна дейност. От значение е обемът ѝ, който трябва да превишава капиталовите разходи. По този начин се компенсира рискът, съпровождащ стопанската дейност и отчитан именно в тези разходи. Последните се определят освен на основата на финансовия отчет и чрез анализ на пазарна и статистическа информация, намираща се извън компанията.

Формулата, по която се изчислява икономическата печалба е следната²¹:

$$RI = (NOPAT/IC) * Ic - WACC * Ic = NOPAT - WACC * Ic, \text{ , където: } \quad (1)$$

RI (Residual Income) – икономическа (остатъчна) печалба;

NOPAT (Net Operatig Profit after Taxes) – чиста оперативна печалба преди лихви, след данъци;

IC (Invest Capital) – инвестиран капитал;

WACC (Weighted Average Cost of Capital) - средно претеглената цена на инвестирувания капитал;

WACC * Ic – капиталови разходи.

Основните компоненти във формула (1) се определят на основата на счетоводния баланс (IC) и отчета за приходите и разходите (NOPAT). Счетоводна е природата и на ROIC и ROE, за разлика от WACC, изчислявана на основата на финансова (пазарна) информация. Според редица автори²² използването на показатели с различна информационна платформа при изчисляване на икономическата печалба може само да задълбочи проблемите в корпоративното управление, оставяйки го в плен на счетоводните принципи и манипулации от страна на мениджмънта.

Опит за решаване на проблема прави екипът за корпоративно консултиране на G. Bennett Stewart III и Joel Stern, създавайки показателя икономическата добавена

²¹ В литературата съществуват мнения, че остатъчната печалба може да се изчисли в два варианта: остатъчна оперативна печалба (RI) и остатъчна чиста печалба (RE), в зависимост от разбирането за инвестиции. В първия случай, става дума за остатъчна печалба след приспадане на разходите за целия инвестиран капитал – собствен и привлечен; във втория случай – за остатъчна печалба след приспадане на разходите за собствен капитал. По-подробно вж. Касърова В., Р.Димитрова. Икономическа добавена стойност (EVA) – понятие и ключови характеристики. Сб. Финансови иновации. НБУ, С., 2008 г., с.38-113.

²² Rappaport A. Corporate performance stsndarts and shareholder value, Jurnal of Busines Strategy. 1986; P.Fernandez. EVA and Cash value added do NOT measure shareholder value creation. 2001; Martin J.D., Petty J.W, Rich S.P. An Analysis of EVA and Other Measures of Firm Performance Based on Residual Income. Hankamer School of Business, Baylor University, Waco, TX 76798-8004. 2003

стойност (Economic Value Added – EVA), която регистрират като търговска марка на консултантската фирма Stern Stewart&Co. Те не внасят принципно нищо ново в същността на икономическата печалба. Основната им заслуга е в предложените поправки в елементите на разчетната формулата. Чрез конверсия на показателите от счетоводния отчет те създават показателя EVA, измерващ производствената свръхпечалба. EVA се изчислява на годишна база по същия начин, както и остатъчната оперативна печалба (RI):

$$EVA = NOPAT - WACC * I_c = (ROIC - WACC) * I_c \quad (3)$$

Разликата в изчислителния апарат на EVA и икономическата печалба (RI) се свежда до извършваните в инвестиция капитал (I_c) и в чистата оперативна печалба след данъци (NOPAT) корекции, известни под наименованието капиталови еквиваленти²³ (capital equivalents) (рис.2). Терминът е въведен от създателите на концепцията EVA - консултантите от Stern Stewart & Co, за да маркират активи, които фактически са част от капитала, но строгите счетоводни правила не ги признават като такива и те не фигурират в баланса. Тези активи, често наричани „невидим капитал”, са условие за успех на предприятието, осигурявайки му конкурентно предимство.

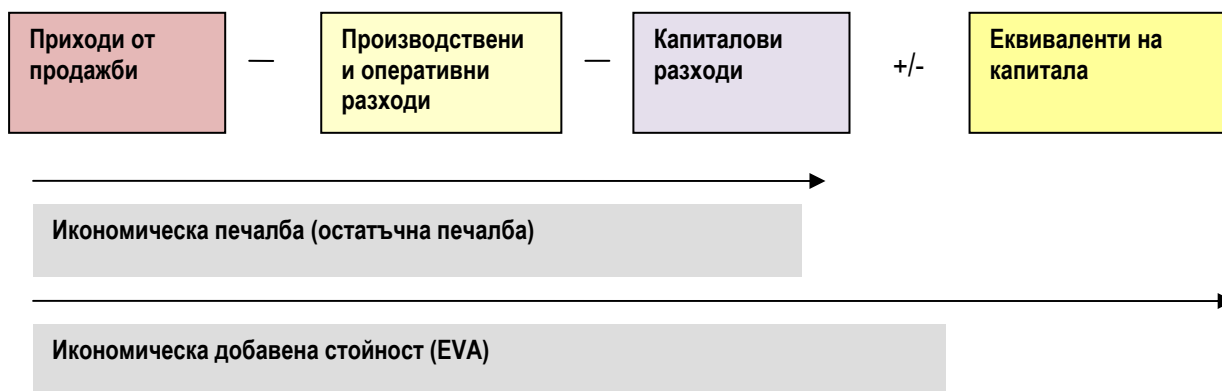


Рис. 2 Икономическа печалба и икономическа добавена стойност

Следователно, икономическата печалба и нейната най-нова модификация икономическата добавена стойност (EVA) са производни от счетоводната печалба, в която е реализирана система от корекции. Тези корекции се свързани с различните

²³ Еквивалентите на капитала могат да притежават характеристики на собствен капитал (еквиваленти на собствения капитал) – например човешки, организационен и информационен капитал, маркетингови разходи, разходи за създаване на търговска марка и бранд, за научни изследвания и опитно-конструкторски разработки и др. или на дълг (еквиваленти на дълга) – например, задължения по лизинг и франчайзинг като алтернативни форми за финансиране на бизнеса.

методи за амортизация, според американските учени Е Хендриксен и Ван Бред²⁴. Ако в счетоводния отчет се прилагат методите на равномерната и ускорена амортизация, то в разчетите на икономическата печалба се използва прогресивния метод на амортизация. Освен това, изкуственото регулиране на счетоводната печалба, свързано с методите на счетоводната политика и принципа на съответствието, според Я.В.Соколов²⁵ също налагат внасянето на корекции. Чрез тях се преодоляват ограниченията на действащите счетоводни стандарти и се отразява икономическата същност на активите и резултатите на предприятието. По този начин традиционното счетоводство се доближава до икономическата стойност, като се:

- ◆ елиминират обективните ограничения, свързани с историческата цена на активите, линейната амортизация, методите за оценка на материалните запаси;
- ◆ създават възможности за отчитане на риска, инфлацията и алтернативните разходи на инвеститора;
- ◆ отразяват инвестициите в създаването на информационен, човешки и организационен капитал, както и в научни изследвания и разработки.

Съществена особеност на финансовия модел е използването на стойността на компанията като параметър, отчитащ освен доходите и факторите, влияещи върху ефективността на бизнеса в бъдеще (напр. структура на капитала, данъчен щит, размер на инвестициите, риск и др.), така и направленията на стратегическото му развитие, взаимоотношенията с партньори, клиенти и персонал. В случая стойността представлява паричен израз на ефекта от използване на капитала на собственика (акционера) и се определя чрез осъвременяване към текущия момент (дисконтиране) на бъдещите ползи, които той ще получи благодарение на собствеността си. Компания с растяща стойност е инвестиционно привлекателна. За собственика (инвеститора) стойността е условие за оставане или излизане от бизнеса и показател за размера на личното му богатство.

Финансовият аналитичен модел използва два основни вида стойност: фундаментална (вътрешна) стойност (Intrinsic, Fundamental Value - VF) и пазарната стойност (Market Value - VM).

²⁴ Хендриксен Э. Теория бухгалтерского учета. Пер. С англ. М., 2000

²⁵ Соколов Я.В. Основы теории бухгалтерского учета. М., 2000

Фундаментална стойност (Intrinsic, Fundamental Value) е обосновано мнение за потенциала на компанията (публична или непублична) да генерира бъдещи ползи, получено чрез комплексен анализ на компанията и на пазарната ѝ среда. Този анализ, като правило, се извършва от финансови анализатори посредством различни аналитични техники, дисконтиране на парични потоци, прогнозиране на пазарната конюнктура, разработване на сценарии за развитие. С развитието на капиталовия пазар фундаменталната стойност оказва все по-голямо влияние върху цената на акциите. Използването ѝ в управлението означава отношение към компанията като към финансов актив.

Пазарната стойност също е разчетна величина и представлява най-вероятната парична сума, по която към датата на оценката би се осъществил обмен на оценяваната компания между заинтересовани купувач и продавач, добре информирани и действащи без принуда. Отразява баланса между търсенето и предлагането на конкурентен пазар, формиран от множество агенти. При определянето ѝ неизбежно присъства елемент на субективизъм не поради непълна информация, а в резултат на различните предпочитания на агентите по отношение на риска, различните прогнози и интерпретации на една и съща информация.

Непубличните компании изпитват трудности при вземане на важни финансови и инвестиционни решения, тъй като липсва обратна връзка от капиталовия пазар. За публичните компании тази обратна връзка се осигурява чрез *пазарната капитализация* - цената, която пазарът е готов да заплати за акционерното дружество, изчислена като произведение от броя на емитираните акции и текущата пазарна цена за акция. Като производна на пазарната капитализация, можем да разглеждаме *общата капитализация* (Total capitalization), представляваща сумата от пазарната капитализация и лихвения дълг на компанията към момента на оценката.

Разривът между фундаменталната и пазарната стойност е сериозен проблем в корпоративното управление, а според някои изследователи дори опасен. Той трябва да се разглеждат в контекста на пазарните правила. Ако разривът между пазарната и счетоводната стойност е функция от все по-нарастващата роля на неосезаемите нематериални активи, които не се включват в счетоводния отчет²⁶, но получават

²⁶ За американските компании в периода 1973-1993 г. усредненото съотношение между счетоводната и пазарната им стойност е нараствало от 0,82 до 1,692. По данни от 1992 г. в балансовия отчет на средностатистическа американска компания не намира отражение около 40% от пазарната ѝ стойност.

санкция на пазара, то разрывът между фундаменталната и пазарната стойност се влияе не само от цената на акциите като функция от обществените очаквания за бъдещото развитие на публичните дружества, но и от спекулативни действия на капиталовия пазар²⁷, политически действия и други фактори.

Във финансовия аналитичен модел целта на развитието на компанията е ръст на стойността, която за публичните компании може да се прояви като максимизиране цената на акциите на компанията, а за непубличните – максимизиране на стойността на собствения капитал.

Основните различия между двата аналитични модела са представени в таблица 2. Изследването до тук показва, че те трябва да бъдат разглеждани в логическа взаимовръзка, тъй като в съвкупност обхващат целия жизнен път на компанията в миналото, настоящето и бъдещето (рис. 3). Фетишизирането на един от тях е крайност. Тук ще напомним завета на великия поет и добър счетоводител К. Хораций (65 г. до н. е. — 8 г. до н. е.): "Във всяка работа има граници, от двете страни на които лежи лъжата". Следователно, оптималният набор от измерители на ефективността трябва да се извърши от показатели, използвани в двата модела.

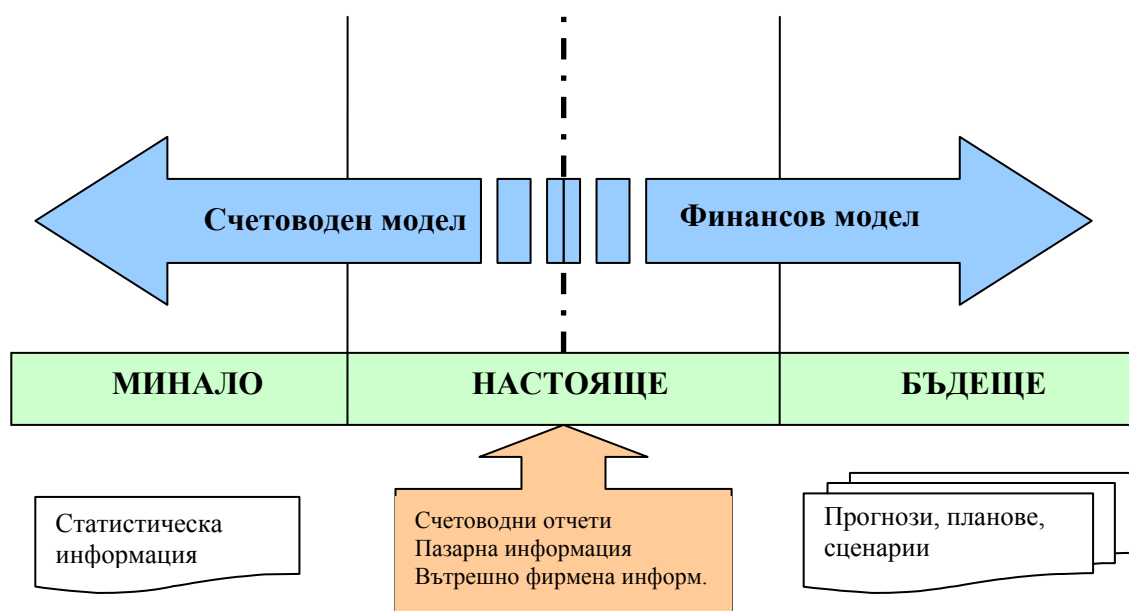


Рис.3. Модели за анализ на компанията

(Edvinsson L. Malone M.S. Intellectual Capital. Realizing Your Company's True Value by Finding Its Hidden Brainpower. New York, Harper Business, 1997, p.5).

²⁷ Например, в края на 90-те години пазарната капитализация на много дотком-компани достига милиарди долари, макар че те не само не носят печалба, но често нямат и продажби и по същество представляват само един сайт.

Таблица 2. Счетоводен и финансов аналитични модели – сравнителни характеристики

Критерии за сравнение	Счетоводен аналитичен модел	Финансов аналитичен модел
Главна цел на развитие на компанията	Реализиране на печалба	Увеличаване на инвестиционна привлекателност (ръст на стойността)
Направления на функциониране	Фокусиране върху пазара и клиентите	Насоченост към собствениците (акционерите) и инвеститорите
Подход при приемане на решения	Базиран на факти и резултати	Базиран на разкриване на възможностите и на прогнози
Мотивация на персонала	Поощряване на резултатите от минала дейност	Поощряване на творчеството и инициативата на персонала, ориентирани към ръста на стойността в бъдеще
Отношения с контрагенти	Взаимоизгодни отношения с доставчиците и клиентите	Взаимоизгодни отношения с всички заинтересовани страни – потребители, работници, доставчици, инвеститори, правителство, собственици (акционери).
Отношение към риска	Стремеж към минимизация на риска чрез използване на опита от предходни периоди	Отчитане на риска; използване на съзидателните функции на риска (иновационна, защитна, аналитична, регулационна)
Момент на парично признаване	Момент на парично възникване	Момент на парично изплащане
Признаване на приходи	При начисляване (фактуриране) на клиентите	При реално изплащане на паричната сума от клиентите
Признаване на разходи	При фактурирането им на доставчиците	При реално изплащане на дължимата сума на доставчиците
Обект на изследване	Приходи и разходи от дейността	Входящи и изходящи парични потоци от дейността
Отчитане цената на капитала	Не се отчита	Отчита се
Използвана информация	Информация за резултатите от досегашната дейност и за възможности от предходни периоди, отразена в счетоводния отчет	Вътрешна информация за възможности и за потенциала, информация за нови бъдещи възможности чрез стратегически планове и прогнози
Показатели	Счетоводна печалба, възвращаемост на инвестиции, печалба на акция – показатели, които не отчитат капиталовите разходи	Икономическа печалба; остатъчен доход; дисконтиран паричен поток, стойност на компанията
Критерии за ефективност	Отсъства фундаментален критерий за ефективността	Ръст на стойността – фундаментален критерий
Ограничения	Не отразява промените в пазара, не отчита качеството на мениджмънта и интелектуалния капитал; не отчита инфлацията, за да не се наруши съпоставимостта на счетоводната информация.	Няма ограничения, разглежда бизнеса като динамична среда, базира се на прогнози, сценарии и бъдещи възможности. Той позволява да се съчетаят дългосрочните и краткосрочните цели на бизнеса чрез обвързване на показателите на стойността на предприятието с икономическата печалба
Обобщение	Моделът работи със счетоводна печалба и е статичен, ретроспективен	Моделът работи с икономическа печалба и паричен поток и е динамичен, перспективен

МЕТРИКИТЕ В ДВАТА МОДЕЛА НА ФИНАНСОВИЯ АНАЛИЗ

В специализираната литература съществуват не малко свидетелства, че показателите за финансовия анализ, са десетки и даже стотици²⁸, което несъмнено създава информационно претоварване на управленския процес. На практика, обаче, се използва ограничено количество показатели (до 20-25), тъй като много от тях положително корелират помежду си; други са нови и непознати за значителна част от мениджърите. В следващото изложение ще направим опит за систематизиране на показателите за финансов анализ, търсейки общото и различното в метриките на двата модела. При това:

Първо, финансовият анализ, реализиран в рамките на двата модела, ще разглеждаме като система „цел-резултат“ (рис. 4).

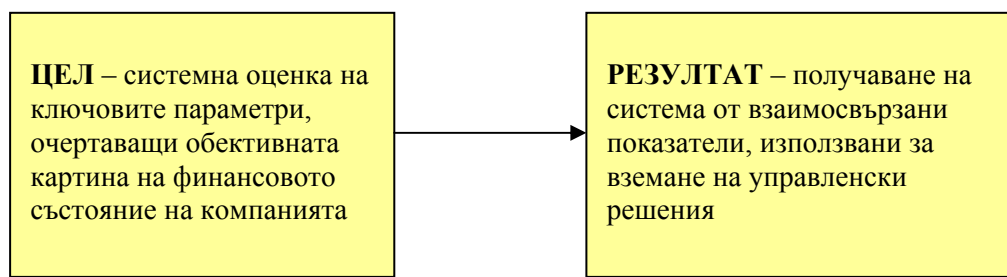


Рис.4 . Финансовият анализ като система „ цел- резултат ”

Второ, ще класифицираме показателите от позициите на два критерия – показатели на обекта и показатели на субекта на финансовия анализ (рис.5).

Трето, във всяка група ще търсим минимално количество актуални показатели, отговарящи на изискванията за практичност, достъпност на информацията, възможност за обективна проверка, измеримост и балансираност (рис.6).

²⁸ Коларов Н., Методи на корпоративните финанси. С., Сиела, 2001, стр. 105; Брег С.М. Настольная книга финансового директора. – М., Альпина Бизнес-Букс, 2005, с.532; В.Т.Битюцких. Мифы финансового анализа и управление стоимостью компании. М., Олимп-Бизнес, 2007, с.5.

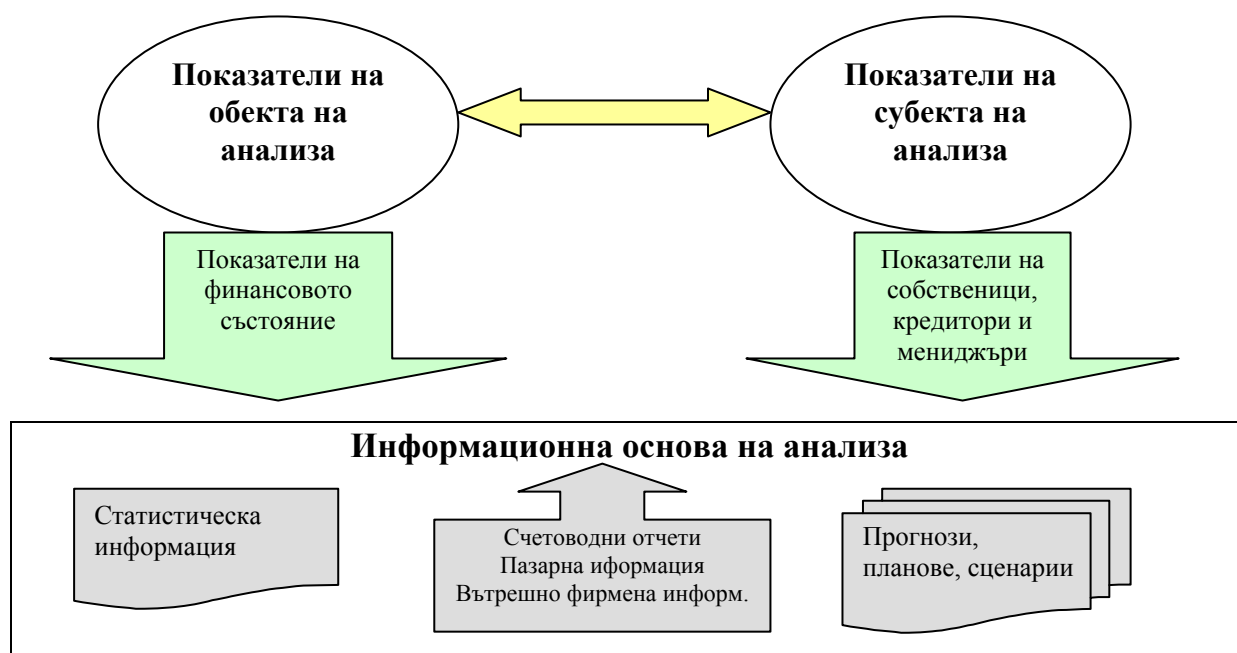


Рис.5. Класификация на показателите за анализ

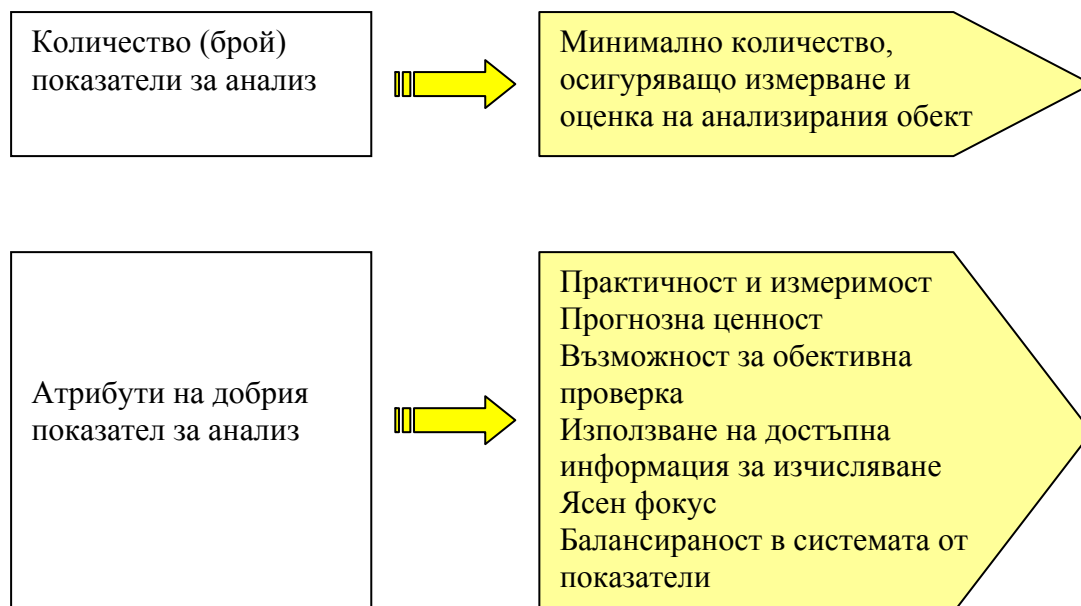


Рис.6 Проблеми при избора на показатели за анализ

ПОКАЗАТЕЛИ НА ОБЕКТА НА АНАЛИЗА

Във фокуса и на двата аналитични модела е поставено *финансовото състояние* на компанията, разглеждано чрез способността ѝ да финансира безпрепятствено своята дейност, постоянно да поддържа платежоспособността и инвестиционната си привлекателност. Синоним на финансовото състояние е често употребявания в управленската практика термин „финансово здраве“ (Financial Health). Основните му характеристики са осигуреност с финансови ресурси, приравнявани към „кръвоносната система“ на предприятието; целесъобразното им разпределение и ефективно използване; коректни финансови взаимоотношения с други юридически и физически лица; платежоспособност и финансова устойчивост; планомерно постъпване и изразходване на паричните средства; рационални пропорции между собствения и привлечения капитал и ефективното му използване. Това е т.нар. оперативен аспект на финансовото състояние; стратегическата му перспектива се характеризира с обема на акционерното богатство, което компанията създава чрез своите активи.

Финансовото състояние зависи от резултатите от производствената, търговската, финансовата и инвестиционната дейност на компанията и може да се разглежда, от една страна като интегрален израз на комплексното му функциониране в миналото и в настоящето, а от друга – като предпоставка за висока настояща и бъдеща пазарна стойност. *Точно това разбиране за финансовото състояние на компанията го превръща в обект на счетоводния и на финансовия аналитични модели*, които използват специфични метрики, за да го характеризират.

Финансовото състояние на компанията като подход за класифициране на аналитичните показатели се използва от редица автори²⁹. Водещо начало в случая са видовете решения, осигуряващи финансова стабилност (или равновесие) на компанията. От тази гледна точка е целесъобразно, според нас, да се обособят пет основни групи показатели:

1. Ликвидност и обръщаемост
2. Използване на активите
3. Структура на капитала
4. Рентабилност на инвестициите

²⁹ Бернстайн Л.А. Анализ финансовой отчетности: теория, практика и интерпретация. М., Финансы и статистика, 2003, с.624; Giroux G. Financial Analysis: a User Approach. Leyh Publishing, 2003; Брег С., цит.сч., с. 532; Revsine, Collins, and Johnson. Financial Reporting & Analysis, 3d ed. (or 2nd Canadian ed.), 2004.

5. Богатство на акционерите.

В следващото изложение ще разгледаме основните показатели в посочените пет групи и използването им в аналитичните модели – счетоводен и финансов.

1. Краткосрочна ликвидност. Показателите в тази група характеризират риска от текуща платежоспособност на компанията - една от най-важните характеристики на оперативното финансово състояние на предприятието, определяща способността на предприятието своевременно и в пълен обем да изпълни своите краткосрочни задължения за сметка на текущите си активи. В хода на анализа се изчисляват и интерпретират коефициенти на ликвидност, които характеризират потенциала на предприятието да се справи с възникналите краткосрочни проблеми по плащанията, използвайки реалните си краткотрайни активи. Тези коефициенти се изчисляват чрез съпоставяне на краткотрайните активи (или част от тях) и краткосрочните задължения. Не са желателни както ниските стойности на коефициентите за ликвидност, защото те предполагат неплатежоспособност и банкрут, така и твърде високата ликвидност – източник на попуснати доходи и ползи.

Към показателите от разглежданата група се отнасят и показателите за делова активност и обръщаемост, характеризиращи способността на компанията да носи доход чрез постоянен оборот на активите ѝ. Деловата активност характеризира условията за управление на оборотния капитал и влиянието на това управление върху финансовото състояние на предприятието. Обръщаемостта е мярка за ефективното използване на активите и капитала на предприятието, което може да се представи чрез съотношението: $T_{п} > T_{пп} > T_{ик} > 100\%$, където: $T_{п}$ – темп на нарастване на печалбата; $T_{пп}$ – темп на нарастване на приходите от продажба; $T_{ик}$ – темп на нарастване на инвестиция капитал (икономическия потенциал). В случая като база за сравнение (т.е. за 100%) се приема равнището на показателите от предходната година.

Интерпретацията на посоченото съотношение се свежда до следното: икономическият потенциал на предприятието нараства; в сравнение с икономическия потенциал приходите от продажби нарастват с по-високи темпове; печалбата нараства с изпреварващи темпове, което свидетелства за намаляване на производствените разходи.

Към групата можем да отнесем и показателите, определящи вероятността от банкрут: коефициент на Алтмън, коефициент на Фулмър, коефициент на У.Бивер, коефициент на Чесър и др.³⁰

Независимо от широката популярност на разгледаните по-горе показатели за краткосрочна ликвидност, оценката на финансовото състояние на компанията, извършена с тяхна помощ, се натъква на редица фактори, ограничаващи използването ѝ при вземане на стратегически управленски решения. Причината е, че в разчетите се използва информация от счетоводния отчет, която не корелира с пазарната информация. Освен това, характерът на показателите ги прави приложими в оперативната дейност на компанията.

Резюмирайки гореизложеното, ще направим извода, че показателите от групата „Краткосрочна ликвидност” са метрика на счетоводния аналитичен модел (вж.таблица 3), информационно осигурявана от счетоводния отчет и по-конкретно, от основните му два елемента – баланс и отчет за приходите и разходите.

Таблица 3. Примерни показатели от групата „Ликвидност и обръщаемост”

Група показатели	№	Наименование на показателя	Формула	Източник на информация за разчетите	Дейност, използваща показателите	Тип аналитичен модел
ЛИКВИДНОСТ И ОБРЪЩАЕМОСТ	1	Обща ликвидност	Краткотрайни активи/Краткосрочни задължения	Баланс	Оперативна дейност	СЧЕТОВОДЕН АНАЛИТИЧЕН МОДЕЛ
	2	Бърза ликвидност	(Краткотрайни активи - Матерални запаси)/Краткосрочни задължения	Баланс		
	3	Незабавна ликвидност	(Краткосрочни финансови активи + Парични средства)/Краткосрочни задължения	Баланс		
	4	Абсолютна ликвидност	Парични средства/Краткосрочни задължения	Баланс		
	5	Чист оборотен капитал	Краткотрайни активи - Краткосрочни задължения	Баланс		
	6	Обръщаемост на чистия оборотен капитал	Нетни приходи от продажби/Чист оборотен капитал	Баланс, Отчет за доходите		
	7	Обръщаемост на активите	Нетни приходи от продажби/Сумата на активите	Баланс, Отчет за доходите		
	8	Обръщаемост на запасите	Нетни приходи от продажби/Матерални запаси	Баланс, Отчет за доходите		
	9	Обръщаемост на вземанията	Нетни приходи от продажби/Вземанията	Баланс, Отчет за доходите		

2. **Използване на активите.** Към тази група принадлежат коефициенти, характеризиращи оперативната дейност и ефективност в предприятието. Те обслужват счетоводния аналитичен модел. Върху тях мениджмънта има най-голям контрол.

³⁰ Всеки от посочените коефициенти е бил актуален към момента на неговото създаване, т.е. към конкретна икономическа обстановка. Този факт следва да се отчита при използването им в аналитичната практика.

Тези коефициенти се изчисляват като:

- съотношения между реализирани доходи и използвани активи (или части от тях) и характеризират фондоотдаването, т.е. степента на натовареност на активите, или реализирания доход на 1 лв активи;
- съотношения между използваните активи и реализираните доходи, определящи фондоемкостта на продукцията и услугите, или стойността на активите, падащи се на 1 лв продадена продукция.

Информационното осигуряване на показателите за използване на активите е свързано с баланса и отчета за доходите на компанията. Особено внимание тук заслужава правилния подбор на измерители, респективно за числителя и знаменателя на коефициентите. Най-често за числител се използват нетни приходите от продажби, които се съпоставят с общата сума на активите или с части от тях (чист обортен капитал, материалните запаси, вземанията и др.)

Целесъобразно е към тази група да се причислят и показателите за рентабилност на продажбите (т.нар. търговска рентабилност), доколкото те чрез финансовия резултат характеризират ефективността на оперативната дейност. В случая в качеството на финансов резултат може да се използва брутната печалба, печалбата преди лихви и данъци и нетната печалба. Всеки един от тези измерители на финансовия резултат характеризира ефективността на стопанската дейност от различна гледна точка, което подробно е представено в анализа на измерителите от следващата група.

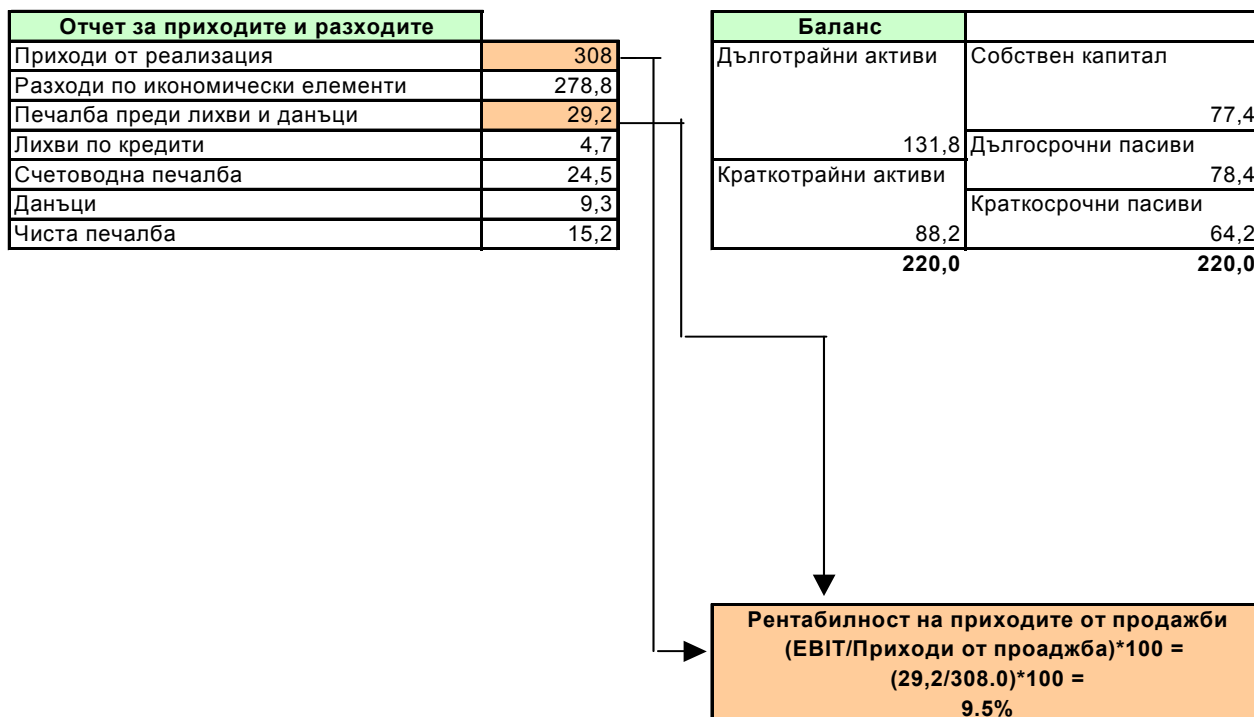
В таблица 4 са представени основни показателите от група „Използване на активите”. На рис.7 е представен конкретен пример за изчисляване на един от коефициентите чрез използване на баланса и отчета за доходите.

3. Структура на капитала. В тази група попадат показателите, характеризиращи финансовата устойчивост на компанията. Известни са и като показатели за платежоспособност, тъй като характеризират способността на компанията в дългосрочна перспектива да изплаща дългосрочните си дългове със собствени средства, да привлича допълнителен капитал без риск да загуби финансовата си устойчивост, да съхрани независимостта си от кредиторите. При ниски стойности на показателите от тази група трудно може да се разчита на доверие от страна на банки и инвеститори. При изчисляването им се ползва информация за собствения и привлечения капитал (пасивите); за собствените оборотни средства; за лихвените плащания по привлечения капитал.

Таблица 4. Примерни показатели от групата „Използване на активите”

Група показатели	№	Наименование на показателя	Формула	Източник на информация за разчетите	Дейност, използваща показателите	Тип аналитичен модел
ИЗПОЛЗВАНЕ НА АКТИВИТЕ	1	Коефициент на използване на активите (фондоотдаване)	Нетни приходи от продажби/Активи общо	Отчет за доходите, Баланс	Оперативна дейност	СЧЕТОВОДЕН АНАЛИТИЧЕН МОДЕЛ
	2	Коефициент на използване на активите (фондоемкост)	Активи общо/Нетни приходи от продажби	Отчет за доходите, Баланс		
	3	Коефициент на използване на чистия оборотен капитал	Нетни приходи от продажби/(Краткотрайни активи - Краткосрочни задължения)	Отчет за доходите, Баланс		
	4	Коефициент на ефективно използване на материалните запаси	Нетни приходи от продажби/Материални запаси	Отчет за доходите, Баланс		
	5	Коефициент на ефективно използване на вземанията	Нетни приходи от продажби/Вземания	Отчет за доходите, Баланс		
	6	Брутна рентабилност на продажбите (марж на брутната печалба)	Брутна печалба /Нетни приходи от продажба	Отчет за доходите		
	7	Оперативна рентабилност на продажбите (марж на оперативната печалба)	Печалба преди лихви и данъци(ЕВИТ)/Нетни приходи от продажба	Отчет за доходите		
	8	Чиста рентабилност на продажбите (марж на нетната печалба)	Нетна печалба/Нетни приходи от продажба	Отчет за доходите		

Рис. 7. Използване на счетоводната информация за изчисляване на оперативната рентабилност



Коефициентите тук са свързани преди всичко със структурата на капитала, или с т.нар. финансов левъридж, с показателите за обслужване на дълга (коефициент на покритие на лихвите), за осигуреност със собствен оборотен капитал и покритие на запасите. Тук попадат и показателите, определящи оптималното съотношение между риска и очакваната доходност с оглед максимизиране на пазарната оценка на собствения капитал (цената на акциите на компанията); множители като «цена/балансова стойност», „общ размер на активите/собствен капитал”.

В таблица 5 са обобщени основните показатели от тази група. Те намират приложение в счетоводния аналитичен модел. За формирането им е достатъчна счетоводната информация, респ. от баланса и отчета за приходите и разходите. Но с един от измерителите в групата – пазарния множител „Пазарна цена на акция/балансова стойност на акция”, се прави първата крачка към обвързване на счетоводния с финансовия аналитичен модел. За изчисляването на този множител се използва както балансова (за знаменателя), така и пазарна информация (за числителя).

Таблица 5. Примерни показатели от групата „Структура на капитала”

Група показатели	№	Наименование на показателя	Формула	Източник на информация за разчетите	Дейност, използваща показателите	Тип аналитичен модел
СТРУКТУРА НА КАПИТАЛА (ФИНАНСОВА УСТОЙЧИВОСТ)	1	Коефициент на покритие на лихвени плащания	Печалба преди лихви и данъци/Лихви по кредити	Отчет за доходите	Инвестиционна дейност	СЧЕТОВОДЕН АНАЛИТИЧЕН МОДЕЛ
	2	Коефициент на осигуреност със собствен оборотен капитал	(Краткотрайни активи – Краткосрочни пасиви)/ Краткотрайни активи	Баланс		
	3	Коефициент на покритие на запасите	(Краткотрайни активи – Краткосрочни пасиви)/ Запаси	Баланс		
	4	Коефициент на финансова автономност (К на финансов риск)	Собствен капитал/Привлечен капитал	Баланс		
	5	Коефициент на собственост	Собствен капитал/Общ размер на активите	Баланс		
	6	Коефициент на маневреност на собствения капитал	Собствен оборотен капитал/Собствен капитал	Баланс		
	7	Коефициент на задлъжнялост	Дълг/Инвестиран капитал	Баланс		
	8	Коефициент на задлъжнялост	Дълг/Общ размер на активите	Баланс		
	9	Коефициент на задлъжнялост	Дълг/Собствен капитал	Баланс		
	10	Множител на капитала "общ размер на активите/собствен капитал"	Общ размер на активите/собствен капитал	Баланс		
	11	Пазарен множител "«цена/балансова стойност»"	Цена на акция/балансова стойност	Баланс, пазарна информация		Финансов аналитичен модел

4. **Рентабилност на инвестициите.** Предназначението на показателите в тази група е да характеризират способността на предприятието да носи доход от вложения в него капитал. В теорията и практиката са възприети редица съотношения на рентабилност, базирани върху печалбата. Икономическата им интерпретация е

очевидна – какъв е финансовият резултат, реализиран на единица капитал – собствен, привлечен, инвестиран.

С оглед създаване на условия за по-добра съпоставимост и игнориране на различията в капиталовата структура и данъчните ставки, най-често в практиката като числител се използва печалбата преди лихви и данъци (Earnings Before Interest and Tax – EBIT). В практиката приложение намират и други измерители на финансовия резултат, чийто информационен източник е както финансовия отчет, така и капиталовия пазар (вж. рис. 8). Такива измерители са

Изчислените на база отчета за доходите:

- Брутна печалба (Gross profit – GP). Представлява разликата между нетните приходи от продажби и себестойността на реализираната продукция. Брутната печалба не отчита разходите, свързани с реализацията на продукцията.
- Печалба преди лихви, данъци и амортизация (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization – EBITDA). Използва се за оценка на ефективността на оперативната дейност на компанията, както и за сравнителни анализи с отраслови аналози, независимо от данъчната тежест, амортизационната политика и тяхната задлъжнялост³¹.
- Печалба преди данъци (Earnings Before Tax – EBT), представляваща разлика между приходите и разходите (с изключение на данъците). Тя позволява в хода на анализа да се съпоставят компании с различна данъчна тежест.
- Нетна печалба (Net income – NI), изчислявана чрез разликата между печалбата преди данъци и дънъка върху печалбата.

Изчислените на база комбинация от финансовия отчет и пазарна информация:

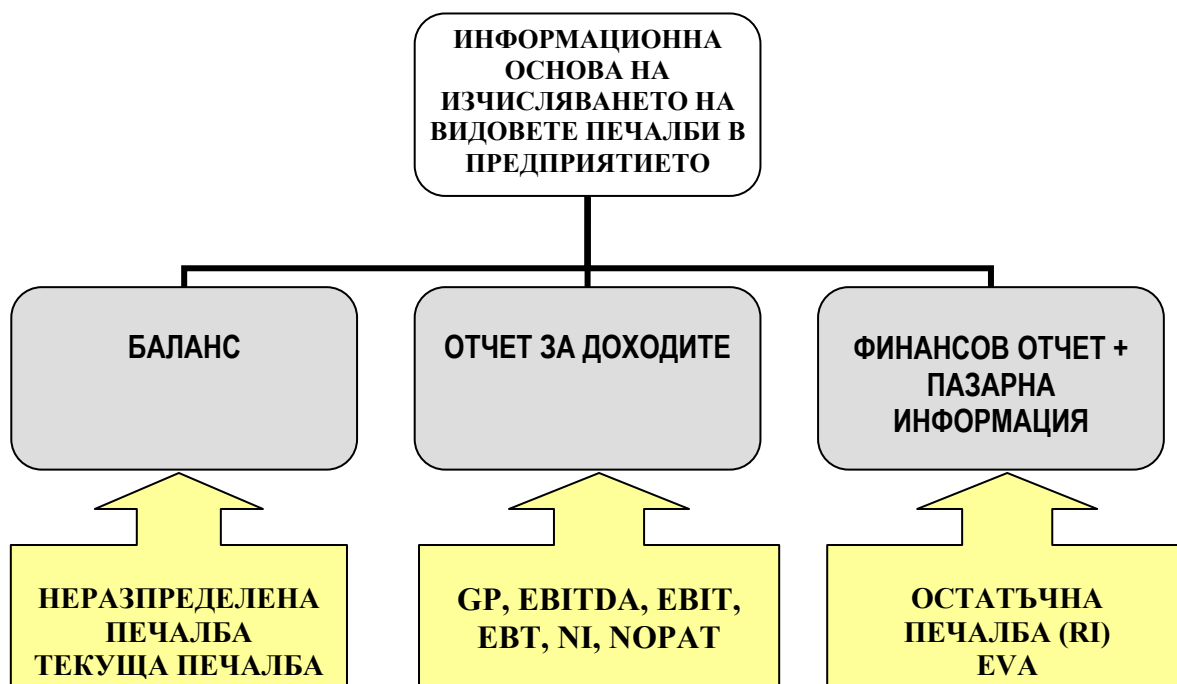
- Остатъчната печалба (Residual income - RI)

³¹ Международните счетоводни стандарти (GAAP и IAS) пряко не препоръчват използването на EBITDA, тъй като тя влиза в противоречие с базови счетоводни принципи. Проблемът е, че EBITDA смесва здравия смисъл с условностите на счетоводния отчет. Смисълът на показателя е да покаже колко пари компанията може теоретично да използва за обслужване на своя дълг, тъй като амортизацията – това не са реални плащания, а при нулева печалба данък печалба теоретично също е нулев. Теоретично, компанията може да разходва милиардни суми за закупуване на нова техника и технологии, но тези реални разходи не се отчитат от показателя EBITDA. Към критиките на използването на EBITDA в счетоводната отчетност се отнася и Уорън Бъфет.

- Икономическа добавена стойност (Economic value added - EVA)³².

В двата аналитични модела се използват различни измерители на печалбата, поради времевата им ориентация, която отбелязахме в предходното изложение - финансовият модел към бъдещето, а счетоводният – към това, което е станало в миналото.

Рис.8. Информационни източници на печалбата



Показателите от тази група (вж. таблица 6) са най-многобройни. Те ориентират анализа към резултата от инвестиционната активност на компанията и позволяват да се разбере дали тя се движи в направлението, начертано от стратегията. Използването на пазарна, наред със счетоводната, информация при изчисляване на коефициентите, значително повишава надеждността им и позволява да се дефинира както икономическата, така и финансовата рентабилност. “Докато икономическата рентабилност е основна мярка за ефективност, с която фирмата управлява своите активи, финансовата рентабилност е основна мярка за ефективността, с която фирмата използва капитала на собствениците и оценява печалбата на един лев от инвестирания собствен капитал.”³³

³²Както С.Ейнхорн (Steven G. Einhorn) от Goldman Sachs отбелязва: подходът EVA за анализ на акционерния капитал стана нарастващо популярен, тъй като много точно отразява икономическата реалност (противоположно на счетоводната реалност) в сравнение с много други традиционни показатели за оценка.....” - Einhorn, Steven G., Gabrielle Napolitano, and Abby Joseph Cohen, "EVA®: A Primer." Goldman Sachs, September 10, 1997

³³ Райков, Г. Основи на финансовия мениджмънт. Галактика 1996, с.45

Значителна част от коефициентите тук представляват сложни иерархични модели, обвързващи множество показатели в система. Типичен пример в това отношение са показателите „Рентабилност на собствения капитал” (по модела Дюпонт) – рис. 9 и „Рентабилност на инвестиция капитал”- рис.10.

Таблица 6. Примерни показатели от групата „Рентабилност на инвестициите”

Група показатели	№	Наименование на показателя	Формула	Източник на информация за разчетите	Дейност, използваща показателите	Тип аналитичен модел
РЕНТАБИЛНОСТ НА ИНВЕСТИЦИИТЕ	1	Рентабилност на собствения капитал	Нетна печалба/Собствения капитал	Отчет за доходите, Баланс	Инвестиционна дейност	СЧЕТОВОДЕН АНАЛИТИЧЕН МОДЕЛ
	2	Рентабилност на инвестиция капитал	Оперативна печалба (ЕВИТ)/Активи	Отчет за доходите, Баланс		
	3	Рентабилност на чистите активи	Нетна печалба/(Активи - Краткосрочни задължения)	Отчет за доходите, Баланс		
		Рентабилност на дълготрайните активи	Нетна печалба/Дълготрайни активи	Отчет за доходите, Баланс		
	4	Рентабилност на привлечения капитал	Оперативна печалба (ЕВИТ)/Привлечен капитал	Отчет за доходите, Баланс		
	5	Рентабилност на инвестиция капитал	Оперативна печалба (ЕВИТ)/(Собствен капитал + лихвен дълг)	Отчет за доходите, Баланс		ФИНАНСОВ АНАЛИТИЧЕН МОДЕЛ
	6	Множител "Цена/Печалба"	Пазарна цена на акция/Печалба на акция	Пазарна информация		
	7	Множител "Стойност/приходи от продажби" (EV/S)	Стойност на предприятието/Нетни приходи от продажби	Отчет за доходите, Баланс, Пазарна информация		
	8	Множител "Стойност/ЕВИТДА" (EV/ЕВИТДА)	Стойност на предприятието/ЕВИТДА	Отчет за доходите, Баланс, Пазарна информация		
	9	Множител "Стойност/ЕВИТ" (EV/ЕВИТ)	Стойност на предприятието/ЕВИТ	Отчет за доходите, Баланс, Пазарна информация		
	10	Множител "Стойност/NI" (EV/NI)	Стойност на предприятието/NI	Отчет за доходите, Баланс, Пазарна информация		
	11	Рентабилност на инвестициите на акционерите (Съвкупна акционерна печалба)	(Цена на акция в края на периода - Цена на акция в началото на периода + Дивидент на акция)/Цена на акция в началото на периода	Пазарна информация		
	12	Обща доходност на бизнеса	Стойност на бизнеса в края на периода - стойност на бизнеса в началото на периода + свободен паричен поток за периода	Пазарна информация		

Предимството на показателите за рентабилността на инвестициите е, че те формират мост между счетоводния и финансов аналитични модели, благодарение на факта, че използват освен счетоводна и пазарна информация. Въпреки това, обаче, те не разкриват качествената страна на инвестиционната дейност в компанията, тъй като не съдържат информация за стойността на множество нематериални активи като клиентски връзки, качество на мениджмънта, ценност на изследвания и разработки, бранд и др.п, както и за постоянните финансови рискове в стопанската дейност, свързани с използването на деривати и хенджижнг фондове, оказващи огромно

влияние върху пазарната стойност на много компании. Тези проблеми се решават в петата група коефициенти, която изцяло обслужва финансовия аналитичен модел.



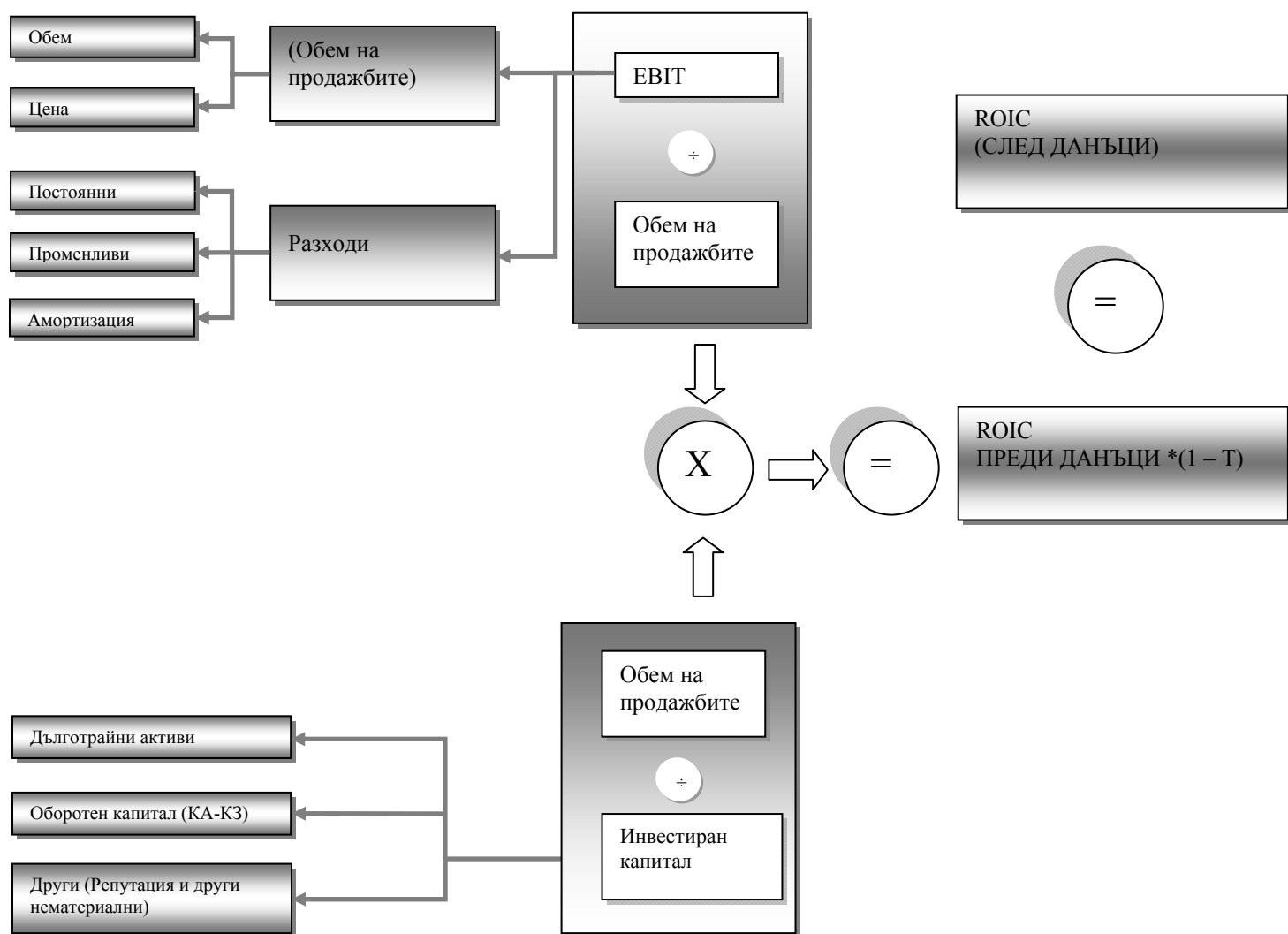
Рис.9. Рентабилност на собствения капитал (ROE по ДюПонт)

5. Богатство на акционерите. Редица изследвания, както и практиката на водещи компании³⁴, показват, че в пазарната икономика максимизирането на богатството (wealth) на акционерите се превърна в своеобразна религия за бизнеса, изповядвана от мениджърите и утвърждаваща се като водеща цел в корпоративния

³⁴ Тук ще припомним изказванията на мениджърите във водещи фирми: "Постоянното повишаване на благосъстоянието на акционерите – това е крайната цел на нашата дейност". (Roberto Goizueta, изпълнителен директор на Coca-Cola). „Отношенията на партньорство между съвета на директорите на компанията и нейното ръководство са насочени към достигане на нашата главна цел — осигуряване на дългосрочно благосъстояние на собствениците на акции" (Campbell Soup Company, 1998 Annual Report). Нашата най-вжнa цел е повишаване богатството на акционерите" (The CSX Corporation, 1998 Annual Report)

свят. Това означава, че мениджмънтът концентрира вниманието си не върху текущите изменения в обема на печалбата, а върху дългосрочните парични потоци и пазарната стойност. С увеличаване на стойността на компанията се увеличава конкурентоспособността ѝ и се предотвратява изтичане на капитала в ръцете на конкуренцията. Високата стойност на акциите е не само свидетелство за добрата работа на мениджмънта, но и сигнал, че пазарът очаква по-нататъшно подобряване на финансовите показатели на компанията.

Рис.10. Рентабилност на инвестиция капитал (ROIC)



Коефициентите в тази група са свързани с добавената стойност и с паричния поток (таблица 7). По същество те разкриват стойността и ръста на бизнеса и дохода на акционерите.

Взаимовръзката между различните финансови коефициенти, класифицирани в предходното изложение от позициите на субекта и обекта на финансовия анализ са представени в приложение 1.

Таблица 7. Примерни показатели от групата „Богатство на акционерите”

Група показатели	№	Наименование на показателя	Формула	Източник на информация за разчетите	Дейност, използваща показателите	Тип аналитичен модел
БОГАТСТВО НА АКЦИОНЕРИТЕ	1	CFROI - парична възвращаемост на инвестициите на основата на паричния поток	$CFROI = (GCF + SV)/Gi$, където: GCF - брутен паричен поток; SV - ликвидационна стойност, разглеждана като терминална стойност на паричния поток; GI - брутни парични инвестиции в текущи цени	Пазарна информация; вътрешнофирмена информация; управленски отчет	Ръст и ценност на бизнеса	ФИНАНСОВ АНАЛИТИЧЕН МОДЕЛ
	2	SVA - акционерна добавена стойност	$SVA = \text{Пазарна стойност на акционерния капитал} - \text{Балансова стойност на акционерния капитал}$	Пазарна информация, финансов отчет		
	3	CVA - парична добавена стойност	$CVA = (CFROI - WACC) * \text{Брутни инвестиции или}$ $CVA = \text{Паричен поток от оперативна дейност} - WACC * \text{Стратегически инвестиции}$	Пазарна информация, финансов отчет, вътрешнофирмена информация		
	4	EVA – икономическа добавена стойност	$EVA = NOPAT - WACC * Ic$ или $EVA = (ROIC - WACC) * Ic$	Финансов отчет, пазарна информация		
	5	MVA – пазарна добавена стойност	$MVA = \text{Пазарна капитализация} - \text{Балансовата стойност на собствения капитал или}$ $MVA = \text{Пазарна капитализация} + \text{пазарна стойност на ликвидния дълг} - \text{Балансовата стойност на инвестирания капитал или}$ $MVA = \text{Текущата стойност на бъдещи EVA}$	Пазарна информация, Финансов отчет		
	6	FCFF - свободен паричен поток за фирмата	$FCFF = EBIT * (1 - T) - \text{Чисти инвестиции} - ? \text{Оборотен капитал}$, където: Чисти инвестиции = Капитални вложения - амортизация, ? Оборотен капитал - изменението на оборотния капитал T – данъчна ставка	Пазарна информация, Финансов отчет, сценарии		
	7	FCFE - свободен паричен поток за акционерите	$FCFE = NI - \text{Чисти инвестиции} - ? \text{Оборотен капитал} \pm \text{Изменението на лихвения дълг}$, където: NI - чиста печалба	Пазарна информация, Финансов отчет, сценарии		
	8	Съотношение "Пазарна стойност/Балансова стойност на акция"	Пазарна цена на акция/Балансова стойност на акция	Пазарна информация, финансов отчет		
	9	Печалба на акция	Чиста печалба/Брой акции	Финансов отчет, пазарна информация		
	10	Дивидент на акция	Дивиденди/Брой акции	Финансов отчет, пазарна информация		
	11	Коефициент на дивидентни плащания	Дивиденди/Чиста печалба	Финансов отчет, пазарна информация		

Представената класификация не отчита изискванията на различните потребители на финансовия анализ, които често пъти са свързани с едни и същи

коэффициенты, но използвани за обосноваване и подготовка на различни решения. За решаване на този проблем в следващото изложение ще разгледаме коефициентите от позициите на субекта на финансовия анализ.

ПОКАЗАТЕЛИ НА СУБЕКТА НА АНАЛИЗА

Според Хелферт Е.³⁵ всеки анализ трябва да бъде предшестван от внимателно определяне на целите, които той преследва и гледната точка, чиято потребност от информация трябва да се задоволи, за да се изберат подходящите коефициенти. Резултатите от финансовия анализ интересуват заинтересованите лица (stakeholders), сред които особено място заемат:

- *Мениджърите*, които съсредоточават вниманието си върху ефективността на производството, използването на ресурсите и получените резултати. Те се интересуват от финансовия резултат с цел преценка на перспективите и бъдещето в съответната фирма.
- *Собствениците*, заинтересовани преди всичко от възвращаемостта на вложения капитал, стойността на бизнеса, дивидентните плащания и бъдещите перспективи.
- *Кредиторите* - интересът им е насочен към получаване на доказателства, че компанията е в състояние да плаща лихвите и главницата по заемните средства.

В таблица 8 е направен опит да се систематизират финансовите коефициенти, към които е насочен интересът на посочените три основни групи заинтересовани лица в компанията. Всяка от тях има свои специфичен списък от показатели, в който фигурират в редица случаи едни и същи показатели. Това дублиране схематично е показано на рис. 11.

Преодоляването на недостатъците в разглежданите две класификации е възможно чрез двумерна матрица на основните финансови показатели, представена в таблица 9³⁶. В нея се съчитават основните дейности в компанията (оперативна, инвестиционна, финансова) и трите групи заинтересовани лица (мениджъри, собственици и кредитори). Чрез този инструмент значително се намалява броят на използваните коефициенти, като

³⁵ Helfert Erich – Financial Analysis Tools and Techniques Guide for Managers – The McGraw-Hill, 2001, p.137

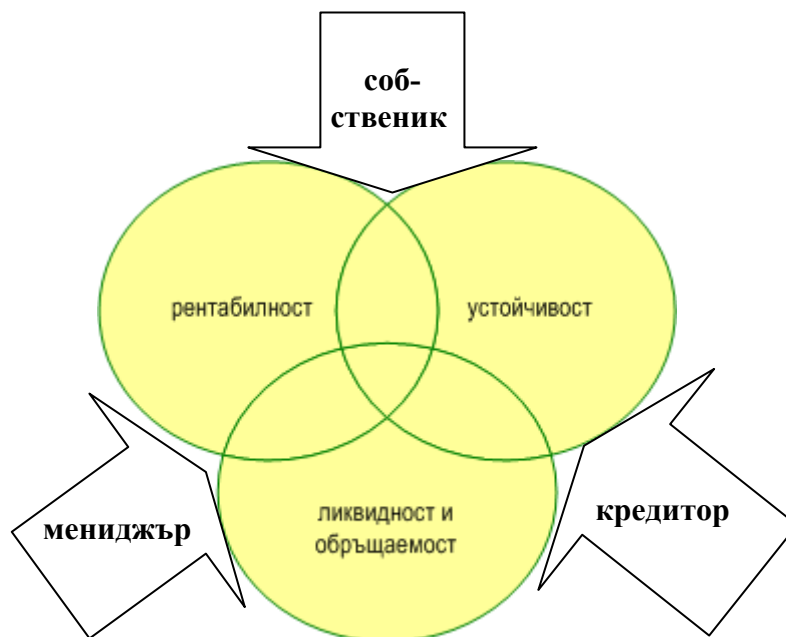
³⁶ По идея на Сорокин М. С разумом и эффективностью: матрица финансовых показателей. Финансовый директор. – 2006, № 9. с.58-64.

се акцентира върху основните от тях, осигуряващи връзката между субекта и обекта на финансов анализ.

Таблица 8.Класификация на финансовите коефициенти по субекти на анализа³⁷

Мениджмънт	Собственици	Кредитори
Рентабилност ROA ROS ROIC ROE	Инвестиционна привлекателност ROE ROIC	Ликвидност Обща Бърза Незабавна Абсолютна
Делова активност Обръщаемост на активите Обръщаемост на вземанията Обръщаемост на ОК	Стойност на компанията EVA CFROI SVA CVA MVA FCFF FCFE	Финансова автономност Финансова автономност Коефициент на собственост Коефициент на задлъжнялост
Стойност на компанията EVA CFROI SVA CVA MVA FCFF FCFE		Платежеспособност Обслужване на дълга Покритие на лихвените плащания Осигуреност с оборотен капитал

Рис.11. Гледните точки на основните субекти на финансовия анализ



³⁷ Адаптирано по Helfert Erich. Цит.съч. с. 98

Таблица 9. Матрица на финансовите показатели

	Собственици	Мениджъри	Кредитори
Оперативна дейност		Показатели за ликвидност и обръщаемост	
		Обща ликвидност Бърза ликвидност Незабавна ликвидност Абсолютна ликвидност Чист оборотен капитал (ЧОК)	Обръщаемост на ЧОК Обръщаемост на активите Обръщаемост на запасите Обръщаемост на вземанията
Инвестиционна дейност	Показатели за ефективност на инвестициите		
	Пазарна стойност ROE ROIC ROS ROA	Множител EV/S Множител EV/NI Множител EV/EBIT Множител EV/EBITDA Множител P/E	
Финансова дейност	Показатели за доход на акционерите		Показатели за финансова устойчивост
	EPS Обща доходност на бизнеса Съвкупна акционерна печалба Дивидент на акция Съотношение "Пазарна стойност/Балансова стойност на акция" Коефициент на дивидентни плащания		Коеф.на покрите на лихвени плащания Коеф. на осигуреност със собствен об.капитал Коефициент на маневреност на СК Коефициент на задлъжнялост Коефициент на собственост Коефициент на финансова автономност

ПОЛЗВАНА ЛИТЕРАТУРА

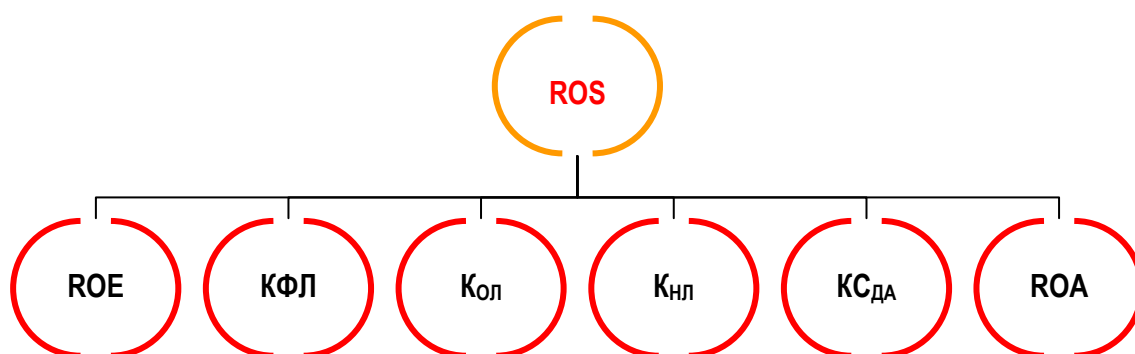
1. Адамов В. Рентабилност на фирмата. Свищов, 1994
2. Боб, В. Корпоративен анализ пътеводител, ИК“Класика и Стил” София 2006
3. Готови ли сте за международните счетоводни стандарти?
ПрайсуотърхаусКупърс. С., 2003
4. Павлова, С. Финансовите отчети и доверието на банките, Институт на дипломираните експерт – счетоводители в България,
<http://www.ides.bg/bg/infobase.html>
5. Тодоров Л. Рентабилност и бизнес риск. Тракия-М, С. 2003 г.
6. Трифонов, Т. Финансово-инвестиционен и счетоводен анализ на корпоративния капитал, Тракия-М, София, 2002
7. Уолш, К. Ключовите коефициенти в мениджмънта. ИнфоДАР, 2008
8. Bernstein L.A. Financial Statement analysis – Theory, Application and Interpretaton. 5th ed.,1993
9. Fabozzi Frank, Paterson Pamela, Financial Management and Analysis, John Wiley & Sons 2003
10. Helfert Erich, Financial Analysis and Techniques Guide for Managers, The McGraw-Hill 2001

ПРИЛОЖЕНИЕ

ВЗАИМОВРЪЗКА МЕЖДУ ОСНОВНИ ФИНАНСОВИ КОЕФИЦИЕНТИТЕ:

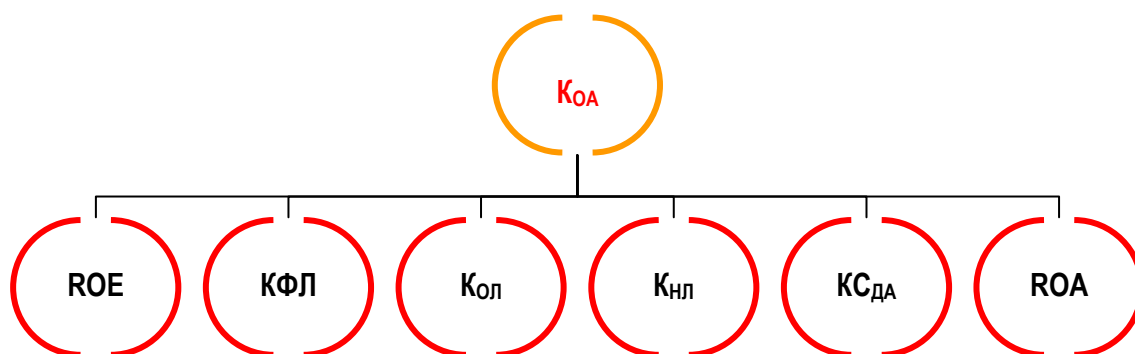
- РЕНТАБИЛНОСТ НА ПРОДАЖБИТЕ
- КОЕФИЦИЕНТ НА ОБРЪЩАЕМОСТ НА АКТИВИТЕ
- КОЕФИЦИЕНТ НА ОБРЪЩАЕМОСТ НА ВЗЕМАНИЯТА
- КОЕФИЦИЕНТ НА ОБРЪЩАЕМОСТ НА МАТЕРИАЛНИТЕ ЗАПАСИ
- КОЕФИЦИЕНТ НА ОБРЪЩАЕМОСТ НА ДЪЛГОТРАЙНИТЕ АКТИВИ
- КОЕФИЦИЕНТ НА ОБРЪЩАЕМОСТ НА СОБСТВЕНИЯ КАПИТАЛ
- КОЕФИЦИЕНТ НА ДЪЛГОСРОЧНИ ПАСИВИ КЪМ ДЪЛГОТРАЙНИ АКТИВИ

РЕНТАБИЛНОСТ НА ПРОДАЖБИТЕ (RETURN ON SALES – ROS)



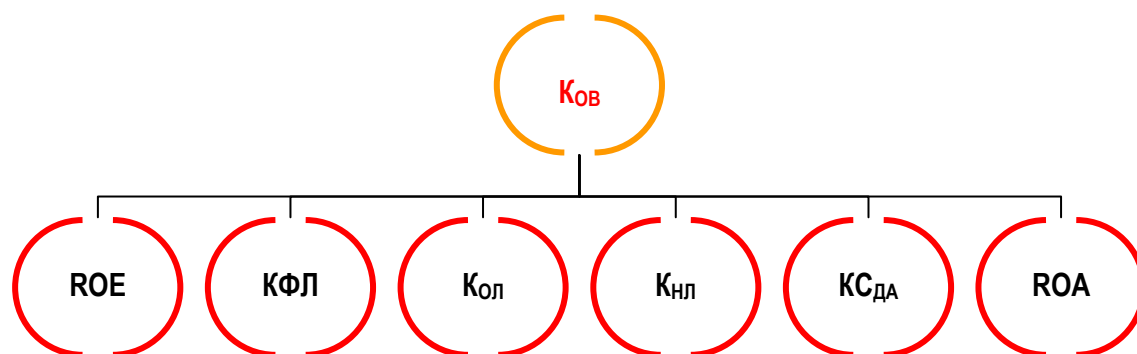
Първичен коефициент	Вторичен коефициент	Изменение на вторичния коефициент при увеличение на първичния
Рентабилност на собствения капитал ROE = Нетна печалба / Собствен капитал	Рентабилност на собствения капитал (ROE) = Нетна печалба / Собствен капитал	Увеличава се – увеличението на нетната печалба на компанията при равни други условия води до увеличаване на доходността реализирана от акционерите
	Коефициент на финансов левъридж (КФЛ) = Дълг* / Собствен капитал *Дълг = Дългосрочни пасиви + Краткосрочни пасиви	Намалява – при условие, че компанията задържа част от печалбата си под формата на неразпределена печалба, то делът на собствения капитал при финансирането на дейността ѝ се увеличава за сметка на дълга
	Коефициент за обща ликвидност (Кол) = Краткотрайни активи / Краткосрочни задължения	Увеличава се – когато част от неразпределената печалба на компанията се насочи за увеличаване на паричните средства, краткосрочни финансови активи и други текущи активи или за погасяване на текущите задължения, то размера на КА се увеличава, а този на КЗ намалява
	Коефициент за незабавна ликвидност (Кнл) = (Краткосрочни финансови активи + Парични средства) / Краткосрочни задължения	Увеличава се – повишават се възможностите на бизнеса да обслужва краткосрочните си задължения за сметка на ликвидните си активи
	Коефициент на собственост на дълготрайни активи (КСда) = Дълготрайни активи / Собствен капитал	Намалява – при условие че част от печалбата се реинвестира това ще доведе до ръст на размера на собственото финансиране на дългосрочните активи на компанията
	Рентабилността на активите (ROA) = Печалба преди лихви и данъци* / Активи *Печалба преди лихви и данъци (EBIT) = Печалба от обичайна дейност	Увеличава се – активите на компанията реализират по-висока възвращаемост в резултат на ръстът на финансовия резултат от дейността

КОЕФИЦИЕНТ НА ОБРЪЩАЕМОСТ НА АКТИВИТЕ



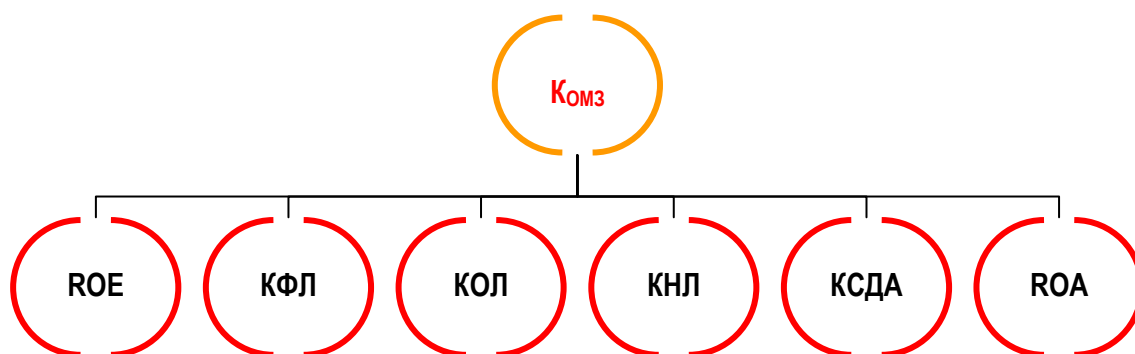
Първичен коефициент	Вторичен коефициент	Изменение на вторичния коефициент при увеличение на първичния
Коефициент на обръщаемост на активите = Приходи от продажба / Сума на активи	Рентабилността на собствения капитал (ROE) = Нетна печалба / Собствен капитал	Увеличава се – увеличението на приходите от продажби води до ръст на финансовия резултат от дейността, а от там и на доходността за акционерите
	Коефициент на финансов левъридж (КФЛ) = Дълг* / Собствен капитал *Дълг = Дългосрочни пасиви + Краткосрочни пасиви	Намалява – делът на собственото финансиране на дейността расте за сметка на спад в размера на дълговия капитал
	Коефициент за обща ликвидност (Кол) = Краткотрайни активи / Краткосрочни задължения	Увеличава се – в резултат на по-голямото покритие на краткотрайните активи над краткосрочните задължения, т.к. последните намаляват с по-висок темп
	Коефициент за незабавна ликвидност (Кнл) = (Краткосрочни финансови активи + Парични средства) / Краткосрочни задължения	Вероятно се увеличава – в зависимост от действията на други фактори определящи съотношението приходи от продажби и стойността на активите на компанията
	Коефициент на собственост на дълготрайни активи (КСда) = Дълготрайни активи / Собствен капитал	Вероятно намалява – при условие че част от печалбата се реинвестира в компанията
	Рентабилността на активите (ROA) = Печалба преди лихви и данъци* / Активи *Печалба преди лихви и данъци (EBIT) = Печалба от обичайна дейност	Увеличава се – за реализирането на същия финансов резултат от дейността, компанията използва по-малко активи (в абсолютна стойност)

КОЕФИЦИЕНТ НА ОБРЪЩАЕМОСТ НА ВЗЕМАНИЯТА



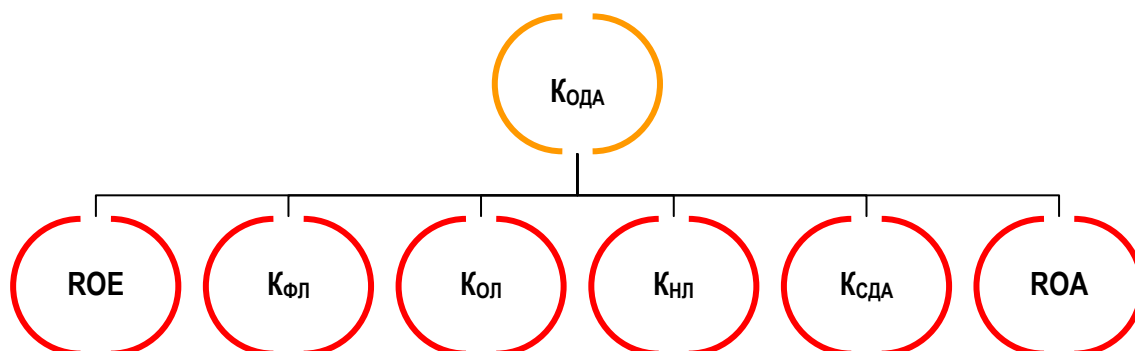
Първичен коефициент	Вторичен коефициент	Изменение на вторичния коефициент при увеличение на първичния
Коефициент на обръщаемост на вземанията = Приходи от продажби / Вземания	Рентабилността на собствения капитал (ROE) = Нетна печалба / Собствен капитал	Увеличава се – намалява потребността от собствени финансови средства за финансиране на активите на компанията, за сметка на това се увеличава възвращаемостта им
	Коефициент на финансов левъридж (КФЛ) = Дълг* / Собствен капитал *Дълг = Дългосрочни пасиви + Краткосрочни пасиви	Намалява – намалява потребността от заемни средства за финансиране на оперативната и инвестиционната дейност на компанията
	Коефициент за обща ликвидност (Кол) = Краткотрайни активи / Краткосрочни задължения	Увеличава се – увеличава се степента на покритие на текущите задължения на бизнеса с текущите краткотрайни активи
	Коефициент за незабавна ликвидност (Кнл) = (Краткосрочни финансови активи + Парични средства) / Краткосрочни задължения	При стойности над 1 , коефициента расте защото текущите пасиви намаляват с по-голям темп от текущите активи на компанията и обратното, при стойности под 1 коефициента намалява
	Коефициент на собственост на дълготрайни активи (КСда) = Дълготрайни активи / Собствен капитал	Не се променя – тъй като вземанията не се отнасят към дълготрайните активи на компанията
	Рентабилността на активите (ROA) = Печалба преди лихви и данъци* / Активи *Печалба преди лихви и данъци (EBIT) = Печалба от обичайна дейност	Увеличава се – защото за поддържането на същата доходност на дейността са необходими по-малък размер активи

КОЕФИЦИЕНТ НА ОБРЪЩАЕМОСТ НА МАТЕРИАЛНИТЕ ЗАПАСИ



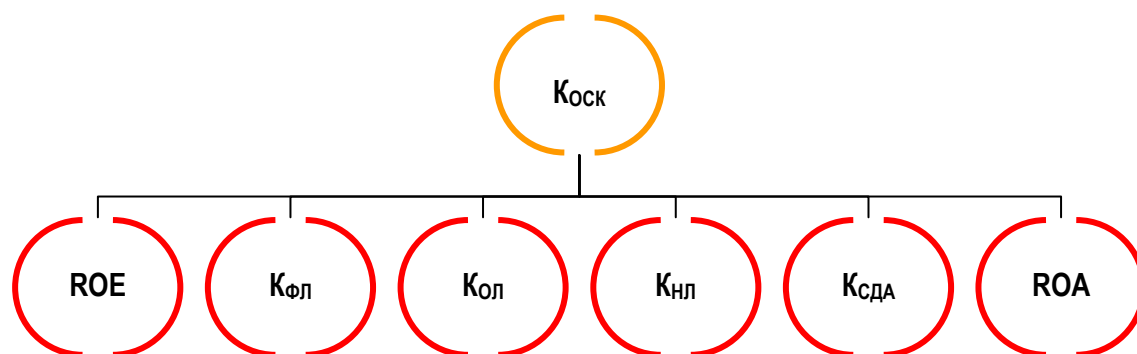
Първичен коефициент	Вторичен коефициент	Изменение на вторичния коефициент при увеличение на първичния
Коефициент на обръщаемост на материалните запаси = Приходи от продажби / Материални запаси	Рентабилността на собствения капитал (ROE) = Нетна печалба / Собствен капитал	Увеличава се – намалява необходимостта от собствен капитал за поддържане на определен обем продажби, възможно е намаляване на размера на дълга а от там и на разходите по обслужването му което води до по-висока печалба от дейността
	Коефициент на финансов левъридж (КФЛ) = Дълг* / Собствен капитал *Дълг = Дългосрочни пасиви + Краткосрочни пасиви	Намалява – намалява потребността от допълнително финансиране на дейността на компанията за сметка на привлечен капитал
	Коефициент за обща ликвидност (КОЛ) = Краткотрайни активи / Краткосрочни задължения	Увеличава се – в случай че освободените от ускорената обръщаемост на материалните запаси средства се използват за погасяване на текущите задължения на бизнеса
	Коефициент за незабавна ликвидност (КНЛ) = (Краткосрочни финансови активи + Парични средства) / Краткосрочни задължения	Увеличава се – тъй като размера на текущите пасиви на компанията намалява, а степента им на покритие със високоликвидни активи расте
	Коефициент на собственост на дълготрайни активи (КСДА) = Дълготрайни активи / Собствен капитал	Няма отношение – тъй като материалните запаси спадат към краткотрайните активи на компанията
	Рентабилността на активите (ROA) = Печалба преди лихви и данъци* / Активи *Печалба преди лихви и данъци (EBIT) = Печалба от обичайна дейност	Увеличава се – за сметка на по-малката величина на активите необходими за поддържане на същото ниво на доходност на дейността

КОЕФИЦИЕНТ НА ОБРЪЩАЕМОСТ НА ДЪЛГОТРАЙНИТЕ АКТИВИ



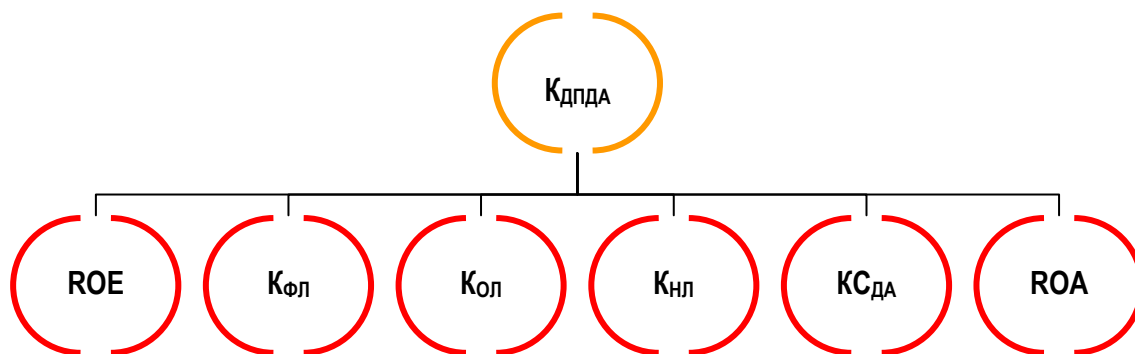
Първичен коефициент	Вторичен коефициент	Изменение на вторичния коефициент при увеличение на първичния
Коефициент на обръщаемост на дълготрайните активи = Приходи от продажби / Дълготрайни активи	Рентабилността на собствения капитал (ROE) = Нетна печалба / Собствен капитал	Увеличава се – за запазване на продажбите в неизменен размер е необходим по-малък размер на собствени ресурси, което повишава реализираната възвращаемост за акционерите
	Коефициент на финансов левъридж (КФЛ) = Дълг* / Собствен капитал *Дълг = Дългосрочни пасиви + Краткосрочни пасиви	Намалява – намалява необходимостта от привлечен капитал за финансиране на дългосрочните и краткосрочните капиталови разходи на компанията
	Коефициент за обща ликвидност (Кол) = Краткотрайни активи / Краткосрочни задължения	Увеличава се – по-ефективно обслужване на текущите плащания към кредиторите за сметка на намаления им размер
	Коефициент за незабавна ликвидност (Кнл) = (Краткосрочни финансови активи + Парични средства) / Краткосрочни задължения	Увеличава се – по-ниската задлъжнялост при равни други условия води до по-висока възможност за погасяването ѝ
	Коефициент на собственост на дълготрайни активи (Ксда) = Дълготрайни активи / Собствен капитал	Намалява – по-високата делова активност на дълготрайните активи на компанията резултира в намалена потребност от основни средства
	Рентабилността на активите (ROA) = Печалба преди лихви и данъци* / Активи *Печалба преди лихви и данъци (EBIT) = Печалба от обичайна дейност	Увеличава се – бизнеса реализира по-висока възвращаемост поради по-ефективното използване на своите дълготрайни активи

КОЕФИЦИЕНТ НА ОБРЪЩАЕМОСТ НА СОБСТВЕНИЯ КАПИТАЛ



Първичен коефициент	Вторичен коефициент	Изменение на вторичния коефициент при увеличение на първичния
Коефициент на обръщаемост на собствения капитал = Приходи от продажби / Собствен капитал	Рентабилността на собствения капитал (ROE) = Нетна печалба / Собствен капитал	Намалява – при абсолютен ръст на собствения капитал на компанията и неизменни приходи от продажби относителната възвращаемост за акционерите намалява
	Коефициент на финансов левъридж (КФЛ) = Дълг* / Собствен капитал *Дълг = Дългосрочни пасиви + Краткосрочни пасиви	Намалява – делът на дълга във финансирането на бизнеса намалява за сметка на собствения капитал
	Коефициент за обща ликвидност (Кол) = Краткотрайни активи / Краткосрочни задължения	Увеличава се – в резултат на намалелия обем на текущите пасиви на компанията
	Коефициент за незабавна ликвидност (Кнл) = (Краткосрочни финансови активи + Парични средства) / Краткосрочни задължения	Увеличава се – при условие че дългосрочно ангажирания капитал в компанията се увеличава и се използва за намаляване на текущите задължения към кредиторите
	Коефициент на собственост на дълготрайни активи (Ксда) = Дълготрайни активи / Собствен капитал	Намалява - в резултат на увеличения размер собствено финансиране на активите на компанията при равни други условия
	Рентабилността на активите (ROA) = Печалба преди лихви и данъци* / Активи *Печалба преди лихви и данъци (EBIT) = Печалба от обичайна дейност	Не реагира еднозначно – посоката на движение на този коефициент зависи от структурата и динамиката на активите и пасивите на компанията

КОЕФИЦИЕНТ НА ДЪЛГОСРОЧНИ ПАСИВИ КЪМ ДЪЛГОТРАЙНИ АКТИВИ



Първичен коефициент	Вторичен коефициент	Изменение на вторичния коефициент при увеличение на първичния
Коефициент на дългосрочни пасиви към дълготрайни активи = Дългосрочни пасиви / Дълготрайни активи	Рентабилността на собствения капитал (ROE) = Нетна печалба / Собствен капитал	Не реагира еднозначно – движението на коефициента се определя от структурата на активите и пасивите на компанията и от посоката на тяхното изменение
	Коефициент на финансов левъридж (КФЛ) = Дълг* / Собствен капитал *Дълг = Дългосрочни пасиви + Краткосрочни пасиви	Не се променя - при условие че увеличението на дългосрочните пасиви се използва за намаляване на краткосрочните такива
	Коефициент за обща ликвидност (Кол) = Краткотрайни активи / Краткосрочни задължения	Увеличава се – в резултат на понижения размер на краткосрочните пасиви на компанията
	Коефициент за незабавна ликвидност (Кнл) = (Краткосрочни финансови активи + Парични средства) / Краткосрочни задължения	Увеличава се – по-висока способност за погасяване на краткосрочните задълженията към кредиторите на компанията за сметка на по-ниския им абсолютен размер
	Коефициент на собственост на дълготрайни активи (КСда) = Дълготрайни активи / Собствен капитал	Остава неизменен – при условие че дългосрочните пасиви се насочат за покриване на краткосрочните пасиви на компанията
	Рентабилността на активите (ROA) = Печалба преди лихви и данъци* / Активи *Печалба преди лихви и данъци (EBIT) = Печалба от обичайна дейност	Не реагира еднозначно – изменението на този коефициент зависи от структурата и активите и пасивите на компанията